



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2009



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2009

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

debe a choques transitorios, la JDBR procederá a modificar la postura de su política, principalmente mediante cambios en las tasas de interés de intervención (tasas de interés de las operaciones de liquidez de corto plazo del Banco de la República).

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evaluación de la situación inflacionaria y decisiones de política	9
I. La inflación y sus determinantes	15
A. Desarrollos recientes de la inflación	15
B. Determinantes de la inflación	19
II. Mercados financieros	32
A. Mercados externos	32
B. Mercados financieros internos	38
III. Perspectivas macroeconómicas	48
A. Contexto internacional	48
B. Balanza de pagos	54
C. Crecimiento interno	56
Exportaciones e importaciones en el segundo trimestre	58
D. Perspectivas de la inflación	61
Recuadro 1: Las economías emergentes frente a la crisis internacional ¿Qué es diferente esta vez?	67
Recuadro 2: Un índice mensual líder de actividad económica para Colombia: “Imaco”	71
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	74

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación total anual al consumidor	15
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica	17
Gráfico 3	IPC de transables y no transables sin alimentos ni regulados	17
Gráfico 4	IPC de regulados por componentes	18
Gráfico 5	Descomposición del IPC de no transables sin alimentos ni regulados	18
Gráfico 6	IPC de alimentos	19
Gráfico 7	IPC de alimentos para países latinoamericanos	19
Gráfico 8	IPC de alimentos por componentes	19
Gráfico 9	PIB real	20
Gráfico 10	PIB real de transables y no transables	22
Gráfico 11	Variación anual de la tasa global de participación (TGP) y de la tasa de ocupación (TO) del total nacional	24
Gráfico 12	A. Tasa de desempleo total nacional B. Tasa de desempleo total 13 áreas	24
Gráfico 13	Contribución positiva a la creación de empleo en 2009	25
Gráfico 14	Empleo en la industria y el comercio	25
Gráfico 15	Índices de salarios sectoriales nominales: industria y comercio	26
Gráfico 16	Índices de salarios sectoriales nominales: construcción pesada y vivienda	26
Gráfico 17	Costo laboral unitario (CLU) real en la industria	27
Gráfico 18	IPP total y por procedencia	27
Gráfico 19	IPP de producidos y consumidos por ramas	27
Gráfico 20	IPP de importados en pesos y dólares, y depreciación anual	28
Gráfico 21	Índices de los costos no salariales a partir de la SAM	28
Gráfico 22	Utilización de la capacidad instalada (UCI)	28
Gráfico 23	Crecimiento anual del PIB observado y del PIB potencial	29
Gráfico 24	Brecha del producto	30
Gráfico 25	Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses)	30
Gráfico 26	Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de 2002 a 2009 (encuesta aplicada en julio de cada año)	30
Gráfico 27	Pronóstico de inflación de bancos y comisionistas de bolsa	30
Gráfico 28	Indicadores de expectativas de inflación implícitas en el mercado de TES	31
Gráfico 29	Activos de la Reserva Federal de los Estados Unidos	33
Gráfico 30	Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios: Libor vs. OIS a tres meses	34
Gráfico 31	SalDOS de papeles comerciales en circulación en los Estados Unidos por tipo de emisor	34
Gráfico 32	Crédito de consumo total en los Estados Unidos	34
Gráfico 33	Índices de las bolsas de algunas economías desarrolladas	36
Gráfico 34	Diferencial entre las tasas de 10 y 2 años de los títulos de deuda pública de algunas economías desarrolladas	36
Gráfico 35	<i>Credit default swaps</i> (CDS) de algunas economías desarrolladas	36
Gráfico 36	Comportamiento del dólar frente a monedas fuertes	37
Gráfico 37	<i>Credit default swaps</i> (CDS) en economías emergentes	37
Gráfico 38	Índices accionarios en Latinoamérica	37

Gráfico 39	Índices accionarios en Asia	37
Gráfico 40	Índice de tasas de cambio en América Latina	38
Gráfico 41	Base monetaria por usos (variación anual del promedio mensual)	40
Gráfico 42	A. Agregados monetarios y depósitos (PSE)	41
	B. PSE real con IPC sin alimentos	41
Gráfico 43	A. Cartera bruta con leasing en moneda legal, datos promedio mensual	43
	B. Crecimiento real por tipo de cartera	43
Gráfico 44	Cartera vencida y en riesgo por modalidad	44
Gráfico 45	Agregado de la cartera en m/e y endeudamiento del sector privado no financiero	45
Gráfico 46	DTF real	46
Gráfico 47	A. Tasa de interés activa, promedio mensual	46
	B. Tasa de interés real del crédito ordinario, promedio mensual	46
Gráfico 48	A. IGBC	47
	B. Tasa de interés cero cupón	47
Gráfico 49	Producción industrial en algunas economías desarrolladas	49
Gráfico 50	Ventas de vehículos en los Estados Unidos	49
Gráfico 51	PIB de algunas economías desarrolladas	50
Gráfico 52	Índices de sentimiento empresarial en los Estados Unidos y Europa	50
Gráfico 53	Nuevos órdenes/inventarios en los Estados Unidos	51
Gráfico 54	Tasa de desempleo en algunas economías desarrolladas	51
Gráfico 55	Creación de empleo neta en los Estados Unidos	51
Gráfico 56	PIB de algunas economías emergentes, primer trimestre de 2009	52
Gráfico 57	Exportaciones en dólares de algunos países en desarrollo	52
Gráfico 58	PIB trimestral de China	53
Gráfico 59	Inflación total en algunas economías desarrolladas	54
Gráfico 60	Crecimiento anual de la producción industrial sin trilla de café 56	
Gráfico 61	Comercio al por menor sin combustibles	57
Gráfico 62	Índice de confianza al consumidor (2 + 3)	57
Gráfico 63	Pronósticos de crecimiento del PIB para 2009	61
Gráfico 64	Imaco (líder 5 meses del PIB) y crecimiento acumulado 4 trimestres del PIB	61
Gráfico 65	<i>Fan chart</i> de la inflación total	65
Gráfico 66	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	65

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Descomposición de la inflación según presiones alcistas a junio de 2009	16
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	21
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	23
Cuadro 4	Creación de empleo, junio de 2009 frente a junio de 2008	26
Cuadro 5	Tasas de referencia de los bancos centrales	33
Cuadro 6	Fuentes de la base monetaria, variación trimestral	40
Cuadro 7	Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito	42
Cuadro 8	Tasas de interés nominales (datos promedio semanales)	45
Cuadro 9	Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales	53
Cuadro 10	Precios internacionales	54

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

El primer semestre de 2009 se caracterizó por una inflación anual decreciente, explicada en su mayor parte por la desaceleración en los precios de los alimentos y en menor medida por el lento ritmo de ajuste de precios del grupo de regulados. En el mismo período los indicadores de inflación básica, que excluyen aquellos rubros de la canasta del índice de precios al consumidor (IPC) más sensibles a los choques de oferta, también presentaron una tendencia descendente.

En junio de 2009 la variación anual del IPC se situó en 3,81%, cifra menor al rango meta del presente año (entre 4,5% y 5,5%) e inferior en 233 puntos básicos (pb) y en 386 pb a la inflación anual registrada un trimestre y un semestre atrás, respectivamente.

El fuerte incremento anual en el precio de los alimentos durante 2008, que alcanzó en diciembre 13,2%, se revirtió hasta 2,8% en junio del presente año, hecho que explicó el 81% de la desaceleración de la inflación en el semestre. En el mismo período la variación anual de los precios de bienes y servicios regulados pasó de 9,5% a 5,9% y explicó el 17,3% de la reducción de la inflación. A junio de 2009 el grupo de no transables sin alimentos ni regulados registró una variación anual de 5,2%, cifra inferior en 50 pb a la observada el pasado diciembre.

El único grupo que ha presentado una aceleración en el incremento anual de precios es el de transables sin alimentos ni regulados. Aunque en el primer semestre de 2009 los precios en dólares de los bienes importados descendieron, la depreciación anual del peso superó dicha caída y contribuyó para que este grupo aumentara anualmente de 2,4% a 2,8% en el mismo lapso.

En junio de 2009 el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica, que tradicionalmente calcula el Banco de la República, se situó en 4,6% anual, cifra inferior en 100 pb al registro de diciembre de 2008.

En la medida en que transcurría el semestre y la inflación anual se desaceleraba, las expectativas y pronósticos de la misma sugerían que al finalizar el año se situaría por debajo del límite inferior del rango meta. Así, la proyección más reciente del equipo técnico del Banco muestra que, con una probabilidad elevada, la variación anual del IPC a diciembre de 2009 estará por debajo de 4%.

En el panorama externo los resultados de crecimiento económico a marzo de 2009 de los países desarrollados mostraron una profundización de la recesión observada desde 2008. En el mismo trimestre la mayoría de economías de América Latina también registró una contracción en el crecimiento anual del producto, así como una caída pronunciada de la inflación. Ello estuvo acompañado de grandes descensos anuales en el valor de las exportaciones mundiales, especialmente las industriales. La menor demanda externa también contribuyó para que en el primer semestre de 2009 se presentara un nivel internacional de precios de los productos básicos inferior al promedio reportado en 2008, aunque similar al observado a mediados de 2007.

De esta forma, la caída en dólares de las exportaciones tradicionales colombianas entre enero y mayo de 2009 frente al mismo período del año anterior (-24,0%) se explica en su mayor parte por la menor demanda externa y por precios internacionales más bajos. En las mismas fechas las ventas externas no tradicionales, que también se vieron afectadas por las restricciones comerciales impuestas por Venezuela y Ecuador, descendieron 10,3%. Otros canales de transmisión de la crisis internacional han sido la reducción de las remesas, los menores niveles de inversión extranjera directa y el deterioro de la confianza de consumidores y productores.

Los resultados del crecimiento anual del primer trimestre de 2009 publicados por el DANE (-0,6%) confirmaron la debilidad proyectada de la demanda interna. La variación anual del consumo de los hogares fue negativa (-0,5%), hecho que no se registraba desde el mismo trimestre de 2002. El consumo del Gobierno creció a una tasa anual de 0,2%, cifra inferior a la promedio observada en 2008. Por su parte, la formación bruta de capital cayó 1,3% en el año, comportamiento explicado por la menor inversión en equipo de transporte (-22,4%) y en construcción y edificaciones (-14,8%). El crecimiento anual de las obras civiles (21,2%) evitó una mayor caída de la inversión.

La información disponible para el segundo trimestre muestra que, aunque la debilidad de la actividad económica se mantiene, las expectativas de los empresarios y consumidores develan signos de recuperación para el segundo semestre. El sistema financiero continúa con un comportamiento saludable y el crédito sigue creciendo a buen ritmo, impulsado especialmente por la cartera comercial. Adicionalmente, se espera que las tasas de interés de préstamos para las empresas y las familias continúen cayendo.

En el contexto externo algunos indicadores recientes de expectativas de los hogares y las empresas, sobre el comportamiento futuro de la economía en países desarrollados, registraron cambios positivos en sus tendencias. La recuperación de la producción de China e India, al igual que la reactivación de las exportaciones en otros países asiáticos, incentivaron las compras de productos básicos y un mejor comportamiento de los mercados de capitales. La fuerte depreciación de las monedas de

América Latina registrada a principios de 2009 se corrigió en un contexto de debilitamiento del dólar y de menor percepción de riesgo de los países emergentes. Sin embargo, cabe esperar que los efectos negativos de la crisis mundial se mantengan a lo largo del año y que la mayoría de países presenten crecimientos bajos, incluso inferiores a los de largo plazo.

Con la nueva información, el equipo técnico del Banco proyecta un crecimiento económico anual negativo para el segundo trimestre de 2009 y una recuperación en el segundo semestre del mismo año. Para todo 2009 el intervalo estimado de crecimiento del PIB continúa entre -1% y 1%.

Decisiones de política monetaria

Las tendencias decrecientes de la inflación y el crecimiento fueron el escenario en el cual se adoptaron las decisiones de política monetaria. De esta forma, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) redujo paulatinamente la tasa de interés de intervención del Emisor en 550 pb hasta alcanzar un nivel de 4,5% a finales de junio de 2009. El calendario de descensos fue el siguiente:

- En diciembre de 2008 y enero de 2009 se redujo 50 pb en cada reunión, hasta situarse en 9%.
- Entre febrero y mayo se disminuyó nuevamente a un ritmo mensual de 100 pb, hasta situarla en 5%. Así mismo, en mayo la JDBR anunció que, con la información disponible, cualquier eventual reducción de su tasa de interés en el futuro sería menor que las observadas recientemente.
- En la reunión de junio la JDBR decidió aplicar una disminución de 50 pb hasta 4,5% y anunció que con la información disponible hasta el momento no se esperarían modificaciones en la tasa de interés de intervención en un futuro cercano.

La disminución de 550 pb a la tasa de interés de intervención refleja una política monetaria expansiva que impulsa el crecimiento económico sostenible, en un ambiente de inflación baja y estable. La fuerte expansión monetaria, la menor variación en los precios de los alimentos y regulados, un contexto externo menos negativo y un mayor dinamismo en las obras civiles permiten esperar una recuperación gradual del crecimiento económico a partir del segundo semestre del año.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de la situación internacional, del comportamiento y de las proyecciones de la inflación y del crecimiento, y reitera que la política monetaria futura dependerá de la nueva información disponible.

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Alejandro Reyes

Daniel Parra

Édgar Caicedo

Anderson Grajales

José David Pulido

José Vicente Romero

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

I. LA INFLACIÓN Y SUS DETERMINANTES

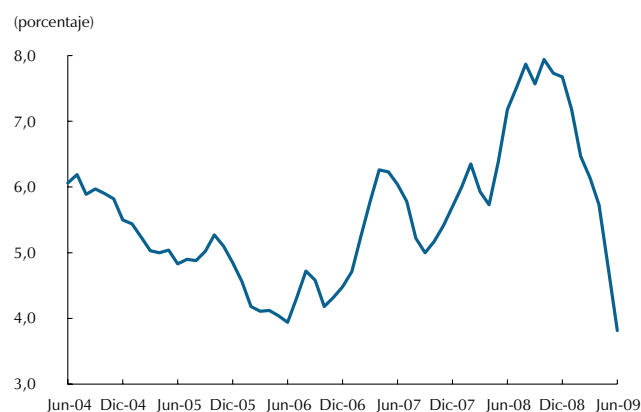
En el segundo trimestre la inflación anual al consumidor se redujo más de lo esperado y se situó por debajo de 4%. Así, se revirtió buena parte de los choques alcistas que se registraron en los años anteriores.

El crecimiento colombiano se contrajo ligeramente en el primer trimestre, afectado por la crisis externa.

Los excesos de capacidad productiva permanecieron en niveles históricamente altos en el primer semestre. Esto, unido a la caída de las expectativas de inflación, moderó las alzas de precios de los bienes y servicios no transables.

Los costos de materias primas y de salarios se ajustaron a ritmos decrecientes y cercanos o inferiores a la meta de inflación.

Gráfico 1
Inflación total anual al consumidor



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación anual al consumidor cayó durante el segundo trimestre más de lo previsto por el Emisor y por la mayoría de los analistas. El resultado a junio fue de 3,8%, significativamente inferior a la cifra observada un trimestre atrás (6,1%). Con este descenso, que se suma al que se registró entre noviembre del año pasado y en marzo del presente, se revierten buena parte de los choques alcistas que se reportaron entre 2007 y 2008. La cifra de junio de 2009 es la más baja desde julio de 1962 (3,7%) y se sitúa por debajo del rango meta de 2009 (entre 4,5% y 5,5%) aunque está cerca del mínimo nivel previo alcanzado a mediados de 2006 (Gráfico 1).

Durante el primer semestre de este año se acumuló una inflación de 2,2%, muy inferior al registro del mismo período del año pasado (6,0%) y del promedio de los últimos diez años (4,7%). Esto muestra que en la primera mitad de 2009 se ha presentado un comportamiento excelente en cuanto a precios al consumidor.

El Cuadro 1 revela que la desaceleración de la inflación anual ocurrida en el segundo trimestre, y en general durante la primera mitad del año se concentró en el índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos en un 81%, mientras que buena parte del resto lo explica el IPC de regulados. Los transables y no transables sin alimentos ni regulados tuvieron una contribución marginal.

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

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual				Participación porcentual en la desaceleración entre Dic-08 y Jun-09
		Dic-08	Mar-09	May-09	Jun-09	
Inflación						
Total	100,00	7,67	6,14	4,77	3,81	100,00
Sin alimentos	71,79	5,11	4,90	4,40	4,27	19,00
Transables	26,00	2,37	2,45	2,84	2,78	(4,67)
No transables	30,52	5,24	5,36	4,69	4,73	6,40
Regulados	15,26	9,45	8,11	6,47	5,85	17,27
Alimentos	28,21	13,17	8,67	5,51	2,81	81,00
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	5,12	21,94	12,28	3,78	(3,68)	39,40
Cereales, aceites y otros	8,03	19,02	12,89	9,41	5,29	32,68
Comidas fuera del hogar y otros	11,59	7,27	6,71	5,98	5,99	6,36
Carne de res y sustitutos	3,47	6,45	4,17	4,71	4,56	2,55

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

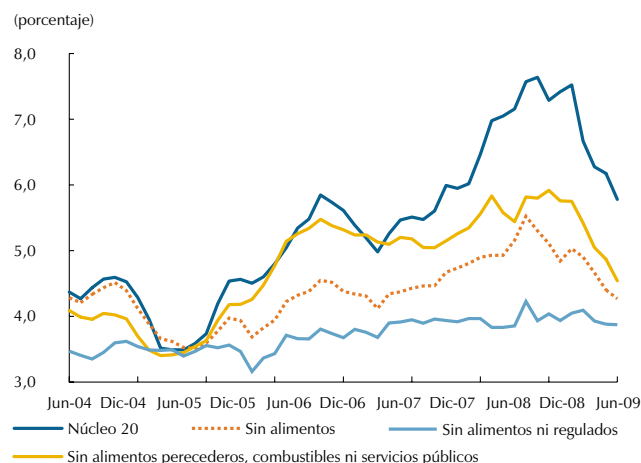
La desaceleración de la inflación anual ocurrida en el segundo trimestre, y en general durante la primera mitad del año se concentró en el IPC de alimentos en un 81%, mientras que buena parte del resto lo explica el IPC de regulados.

En general, las presiones inflacionarias han cedido sustancialmente en Colombia en los dos primeros trimestres de este año, lo que ha sucedido no sólo por la desaparición de los choques alcistas exógenos de los años anteriores. La debilidad de la demanda interna y unas exportaciones poco dinámicas también han contribuido a frenar las alzas de precios. Adicionalmente, el menor dinamismo económico ha repercutido también en el mercado laboral, conduciendo a ajustes salariales cercanos a las metas de inflación, en el caso de los trabajadores de la industria y el comercio, lo cual ha servido para aliviar las presiones sobre costos.

En Colombia y en una gran mayoría de países tanto desarrollados como emergentes los precios han seguido un ciclo similar en los últimos años. Desde finales de 2007 y hasta el tercer trimestre de 2008 se observó una aceleración significativa de la inflación como resultado de presiones de demanda, las cuales tuvieron su principal manifestación en aumentos históricos de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo y de productos agrícolas. En los países emergentes las presiones se sintieron sobre todo por los precios de los alimentos, dada su mayor participación en la canasta del consumidor. A finales del año pasado, con la caída

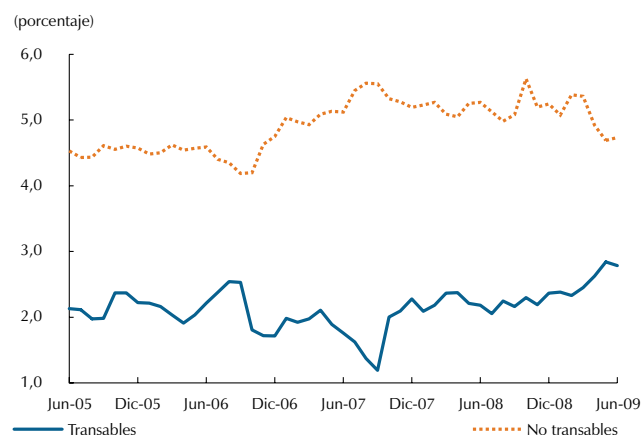
de la demanda mundial, la inflación comenzó a descender simultáneamente en la mayoría de economías, arrastrada por la reducción en estos mismos precios. En la actualidad se estima que la inflación de varias economías desarrolladas podría terminar en terreno negativo al finalizar este año. Todo lo anterior ha llevado a una disminución importante de las expectativas inflacionarias a nivel global.

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3
IPC de transables y no transables sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La coyuntura actual ha permitido que la inflación básica retorne a niveles más compatibles con las metas de largo plazo.

1. Inflación básica

La coyuntura actual ha permitido que la inflación básica retorne a niveles más compatibles con las metas de largo plazo. Desde finales del año pasado los diferentes indicadores de inflación básica estimados por el Banco han descendido y esta tendencia se acentuó en los últimos tres meses en buena parte por el efecto que tienen las reducciones en los precios de los combustibles en algunas de estas variables. Así, el promedio de los cuatro indicadores se situó en 4,6% en junio frente a 5,3% en marzo y 5,6% en diciembre. (Gráfico 2).

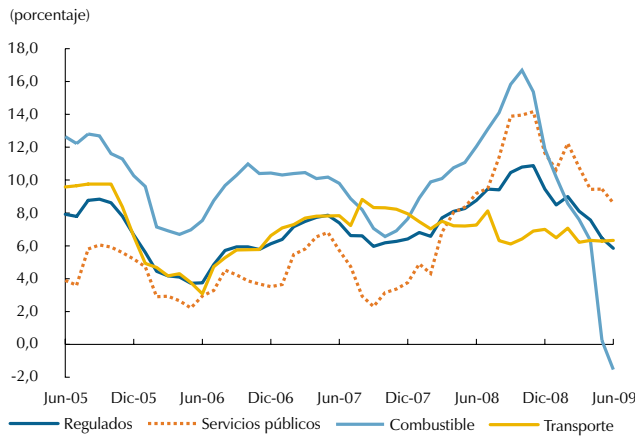
El único indicador de inflación básica que actualmente se mantiene dentro del rango meta de 2009 es el IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos (4,5%). Por su parte, el núcleo 20 (5,8%) supera la meta, aunque ha presentado descensos significativos desde hace varios meses, mientras que el IPC sin alimentos se sitúa en 4,3%, por debajo del objetivo inflacionario.

Al descomponer el IPC sin alimentos se observa que la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados fue la única que impulsó la inflación anual al alza en los últimos dos trimestres, al pasar de 2,4% en diciembre a 2,5% en marzo y 2,8% en junio (Gráfico 3). Los rubros transables cuyos precios presentaron mayores ajustes fueron los vehículos, las bebidas alcohólicas y algunas medicinas. En el pasado esta subcategoría ha presentado una correlación más estrecha con el tipo de cambio, característica que se habría seguido observando en lo corrido del año. El comportamiento

actual de los precios de los bienes transables estaría incorporando la devaluación que se acumuló entre mitad del año pasado y marzo del presente.

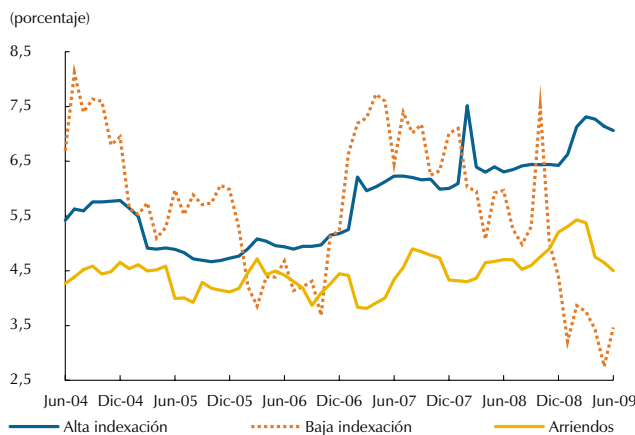
Los otros dos componentes del IPC sin alimentos —el IPC de no transables y el de regulados— contribuyeron a reducir la inflación en los últimos dos trimestres, aunque con magnitudes diferentes (gráficos 3 y 4). El primero de ellos (no transable sin alimentos ni regulados) ha presentado una tendencia a la baja en el segundo

Gráfico 4
IPC de regulados por componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 5
Descomposición del IPC de no transables sin alimentos
ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

trimestre de 2009 (4,7%), y se logró situar en la parte inferior del rango meta, algo que no sucedía desde mediados del año 2006.

Por rubros, los que más han contribuido al descenso son aquellos que usualmente han presentado bajos niveles de indexación y poca inercia: su variación anual a junio fue de sólo 4,0% frente a 4,3% a finales de 2008. Se destacan los servicios de turismo y algunos personales. Por su parte, los rubros caracterizados por presentar alta indexación también continuaron mostrando variaciones anuales decrecientes, pero lo han hecho a un ritmo lento y mantienen niveles altos (7,0% en junio), sobre todo por la influencia de los servicios relacionados con educación (matrículas) y de los servicios bancarios (Gráfico 5). La variación anual de arriendos, el tercer componente de los no transables, en los últimos meses quebró la tendencia ascendente que traía y tuvo el descenso más prolongado en varios años. Este hecho, unido al comportamiento descrito para el resto de la canasta de no transables, constituye un indicio importante sobre la reducción de las presiones de demanda y una caída en las expectativas de inflación.

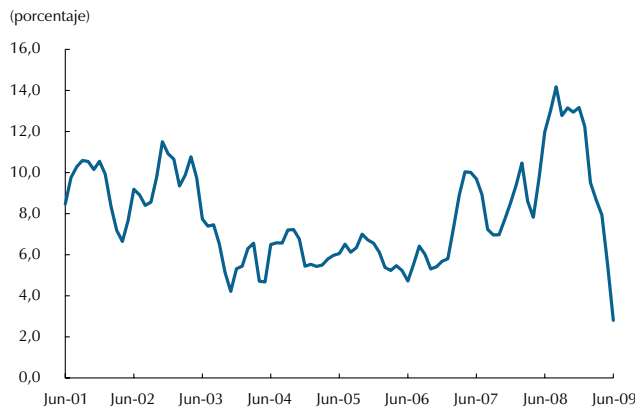
Con respecto al IPC de regulados, su variación anual pasó de 9,5% en diciembre a 5,9% en junio (Gráfico 4). El descenso fue particularmente fuerte en el segundo trimestre debido a la reducción en el precio interno de la gasolina en mayo, algo que no fue contemplado en los pronósticos del informe anterior. Entre diciembre y junio el índice de precios correspondiente acumula una disminución de 6% aproximadamente. Este evento habría significado una disminución de la inflación total anual cercana a los 30 pb, de acuerdo con estimaciones

realizadas por el Banco de la República¹. Es importante destacar que este impacto sobre el IPC se multiplicó por más de dos entre la anterior canasta y la vigente desde enero de 2009, ya que la ponderación de la gasolina pasó de 1,08% a 2,91%.

En el caso de los servicios públicos el alivio ha provenido del precio del gas, el cual fluctúa de acuerdo con el precio internacional de los combustibles. Las tarifas de energía eléctrica han seguido ajustándose a tasas altas, aunque es probable que esta situación cambie en los próximos trimestres como consecuencia del lento crecimiento que exhibe la demanda del sector.

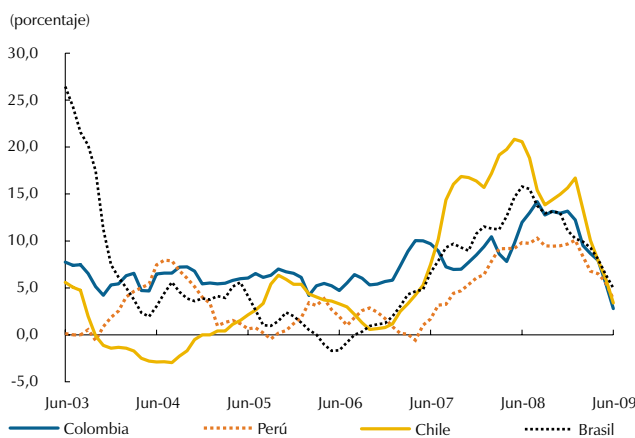
¹ Este impacto incluye el efecto directo por el incremento de la gasolina, y el efecto indirecto por los menores costos de producción en aquellas actividades que utilizan a la gasolina como un insumo de producción.

Gráfico 6
IPC de alimentos
(variación anual)



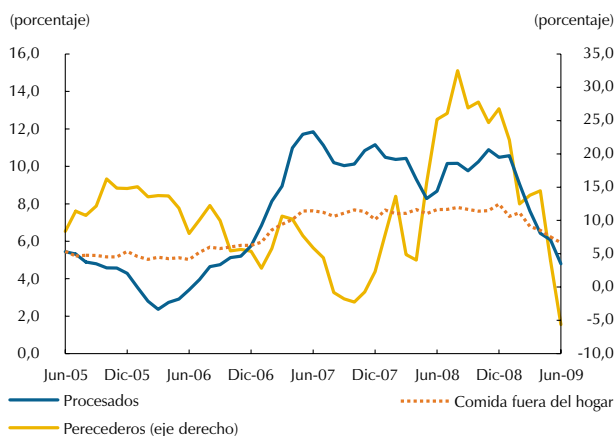
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 7
IPC de alimentos para países latinoamericanos
(variación anual)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8
IPC de alimentos por componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2. Inflación de alimentos

Durante el primer semestre de 2009 la inflación anual de alimentos se contrajo significativamente y más allá de lo previsto en los informes anteriores. En el segundo trimestre las caídas fueron particularmente agudas, no solo por disminuciones en el nivel de los precios sino también porque las alzas observadas en igual período del año pasado fueron considerables. La cifra para junio fue de 2,8%, una variación que no se veía desde agosto de 1999 (2,5%) y que está 590 pb por debajo del registro de marzo (Gráfico 6).

La tendencia que exhiben los precios de los alimentos en Colombia también se ha observado en muchos otros países, incluso en mayores proporciones, como es el caso de Chile (Gráfico 7). La caída ha estado estrechamente vinculada con la reducción de los precios de las materias primas y de los combustibles en los mercados mundiales como consecuencia de la crisis actual. Para Colombia, además de las circunstancias anteriores, han operado otros factores ligados en parte al buen desempeño de la producción agropecuaria.

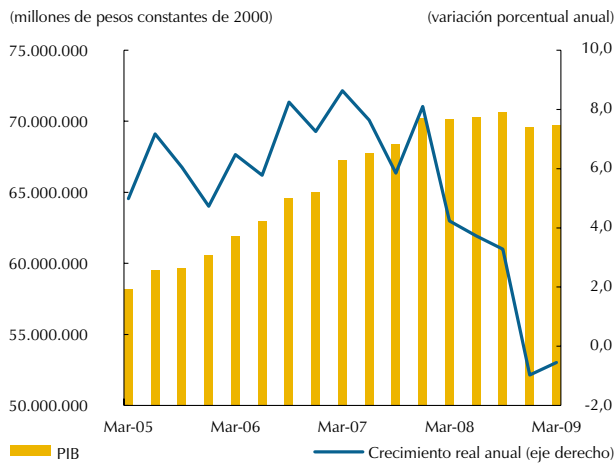
Así, la reducción de la inflación de alimentos se ha visto tanto en el caso de los perecederos como en el de los procesados. Para los primeros un buen régimen de lluvias, menores costos de producción, junto con los altos precios el año pasado habrían estimulado nuevas siembras, especialmente en papa y en algunas frutas y hortalizas. Con respecto a los procesados, además de la caída de los precios internacionales de cereales y aceites, también puede haber influido la debilidad de la demanda (Gráfico 8).

B. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

1. Demanda agregada en el primer trimestre de 2009

De acuerdo con las cifras del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE), durante el primer trimestre de 2009 el producto interno bruto (PIB) cayó 0,6% comparado con el mismo período de 2008 (Gráfico 9). Esta disminución anual fue de magnitud similar a la esperada en informes anteriores, y

Gráfico 9
PIB real



Fuente: DANE.

Al igual que sucede con otras economías de la región, el pobre desempeño de la actividad económica en Colombia durante los últimos dos trimestres está relacionado con los efectos de la crisis financiera internacional.

menor que la anticipada por la mayoría de analistas económicos. Así mismo, para el cuarto trimestre de 2008, el DANE revisó la cifra de crecimiento anual a -1,0%, frente al -0,7% estimado inicialmente, pero dejó inalterado el de todo 2008 en 2,5%. Si bien en término de tasas anuales se completaron dos trimestres consecutivos con crecimientos negativos, el PIB del primer trimestre de 2009 resultó ligeramente mayor (en 0,2%) que el del trimestre anterior, por lo que no se presentó un retroceso adicional en el nivel del producto.

Al igual que sucede con otras economías de la región, el pobre desempeño de la actividad económica en Colombia durante los últimos dos trimestres está relacionado con los efectos de la crisis financiera internacional. El colapso del comercio mundial ha afecta-

do a las exportaciones, especialmente las no tradicionales dirigidas a los Estados Unidos y otros países diferentes de Ecuador y Venezuela, pues se resintieron fuertemente desde el cuarto trimestre del año pasado (tanto en dólares y en volumen). Esta situación, unida a las restricciones comerciales que han impuesto estos dos últimos países, ha golpeado especialmente al sector industrial, el más estrechamente vinculado con el comercio mundial. Sin embargo, como se mostrará las exportaciones totales en pesos reales no reflejan la magnitud de dicha caída, porque las cantidades vendidas de materias primas (petróleo, carbón y ferróníquel) se mantuvieron dinámicas.

Pero la crisis externa no solo se ha transmitido a la economía colombiana por medio del debilitamiento de la demanda externa, sino que también logró menoscabar la demanda interna (principalmente la privada) a través de distintos canales. Entre ellos, conviene destacar el deterioro de la confianza de consumidores e inversionistas, lo cual originó una pérdida de dinamismo del consumo y de la inversión del sector privado. Igualmente, la caída de los términos de intercambio y de las remesas, redujo el ingreso disponible de la economía y probablemente neutralizó, en alguna medida, el efecto sobre el ingreso de la caída de la inflación. A lo anterior se suman el aumento en la percepción de riesgo país y los efectos de segunda ronda del menor dinamismo de las exportaciones. Estos canales habrían cobrado mayor importancia durante el primer trimestre de este año frente a finales de 2008.

De acuerdo con la desagregación del PIB por tipo de gasto, para el primer trimestre del año la caída anual de la demanda interna (0,5%) fue el factor que más contribuyó a la contracción del PIB respecto al mismo trimestre del año anterior (Cuadro 2). Por su parte, la demanda externa neta, definida como la diferencia en pesos constantes entre exportaciones e importaciones, se contrajo 0,4%, pero no contribuyó a la caída anual del PIB dada su reducida magnitud.

Aunque no se cuenta con una desagregación oficial por parte del DANE de la demanda interna entre pública y privada, se puede hacer una descomposición aproximada si

La demanda pública fue el componente más dinámico del PIB en el primer trimestre.

se asimila la demanda pública a la suma del consumo del gobierno y de la inversión en obras civiles, haciendo la salvedad de que éstas últimas pueden corresponder en parte a gastos efectuados por el sector privado. En general, la demanda pública fue el componente más dinámico del PIB en el primer trimestre, con un crecimiento de 5,0%. A su interior, el impulso provino casi en su totalidad del gasto en obras civiles con un crecimiento anual de 21,2%, que en parte obedece a la existencia de una base de comparación (en el primer trimestre de 2008) baja. Sobresale la expansión que registraron subsectores como los de dragado de ríos, los trabajos en zonas costeras y embalses y las construcciones para la minería. En el mismo período, el consumo público creció sólo 0,2% anual, haciendo un mínimo aporte al crecimiento del PIB.

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2008				2009	Contribución al crecimiento de I trim-2009
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	
Demanda privada	7,0	6,3	4,3	2,8	(2,0)	(1,7)
Consumo de los hogares	4,3	2,8	1,5	0,5	(0,5)	(0,3)
FBCF privada	9,1	16,1	7,7	(1,1)	(6,3)	(1,1)
Existencias	63,6	32,1	43,3	114,6	(8,3)	(0,3)
Demanda pública	(2,8)	(2,4)	5,3	(5,0)	5,0	1,1
Consumo del Gobierno	1,4	2,4	1,6	(0,0)	0,2	0,0
FBCF pública (obras civiles)	(14,9)	(14,8)	18,0	(17,8)	21,2	1,1
Demanda final interna	4,8	4,3	4,5	1,0	(0,5)	(0,6)
Demanda externa neta	10,6	10,0	16,3	21,9	(0,4)	0,0
Exportaciones	14,6	8,8	3,1	2,4	(0,5)	(0,1)
Importaciones	13,1	9,3	8,0	9,0	(0,5)	0,1
PIB	4,2	3,7	3,3	(1,0)	(0,6)	(0,6)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La demanda interna privada fue, junto con las exportaciones, el componente del gasto que recibió los efectos de la crisis externa con mayor rigor.

En el primer trimestre de 2009, la demanda interna privada fue, junto con las exportaciones, el componente del gasto que recibió los efectos de la crisis externa con mayor rigor: su caída fue de 2,0% anual en dicho período. Desde el segundo trimestre de 2002 no se observaba una contracción de la demanda interna privada. El retroceso más grande se observó en la inversión privada (formación bruta de capital menos inversión en obras civiles), la cual se contrajo 6,7% en términos anuales cuando se incluye la variación de existencias. Dicho comportamiento se explica principalmente por caídas significativas de la inversión en equipo de transporte (22,4% anual) y en construcción y edificaciones (14,8% anual), en este último caso más por efecto de una alta base de comparación que por una caída en los niveles frente al cuarto trimestre de 2008.

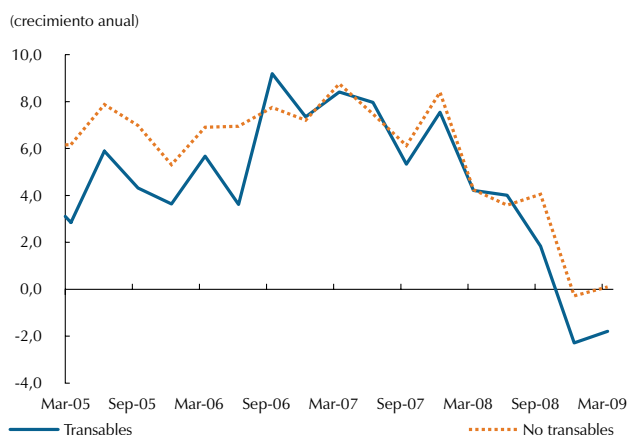
Durante el primer trimestre, las ventas al exterior más afectadas por la crisis continuaron siendo las dirigidas a los Estados Unidos.

El otro componente de la demanda privada, el consumo de los hogares, se contrajo 0,5% en términos anuales y contribuyó de manera importante a la caída del PIB, dada su gran ponderación en el gasto agregado (66%). Su desempeño reciente refleja el fuerte deterioro de la confianza de los consumidores, fenómeno que se ha observado en la mayoría de las economías del mundo en el marco de la crisis económica global. En Colombia también estaría desempeñando algún papel el actual deterioro de las condiciones del mercado laboral y el menor crecimiento de las remesas en pesos, lo que en conjunto puede estar repercutiendo en el ingreso disponible de los hogares.

En cuanto a la demanda externa neta, el DANE señaló que en el primer trimestre de 2009 las exportaciones reales cayeron 0,5% en términos anuales. Adicionalmente, se revisaron a la baja las cifras de exportaciones del cuarto trimestre de 2008, modificando el crecimiento anual para dicho trimestre de 6,3% a 2,4%. De esta manera, se confirma su desaceleración desde el segundo semestre del año pasado, corrigiendo en parte la divergencia que mostraban los datos de comercio exterior de Colombia con respecto a los de la mayoría de países del mundo, y evidenciando que fue a partir de finales de 2008 cuando se comenzó a sentir el mayor impacto de la crisis externa sobre la economía colombiana.

Durante el primer trimestre, las ventas al exterior más afectadas por la crisis continuaron siendo las dirigidas a los Estados Unidos y corresponden a productos industriales, principalmente, toda vez que las exportaciones de productos de origen minero siguieron aumentando en volumen e impidieron que las totales cayeran en mayor cuantía. Adicionalmente, la dinámica de las exportaciones en pesos reales continuó deteriorada por las restricciones comerciales impuestas por Venezuela y Ecuador. Las ventas externas más afectadas por dichas decisiones han sido también las de origen manufacturero, especialmente las de automóviles y confecciones, y para el caso particular de Ecuador también estarían perjudicadas las del sector agropecuario.

Gráfico 10
PIB real de transables y no transables



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

De otro lado, las importaciones totales registraron una contracción anual durante el primer trimestre del año de igual magnitud que la de las exportaciones. Esta caída contrasta con el aumento observado a finales del año pasado (9%) y aporta evidencia en favor del debilitamiento de la demanda interna, sobre todo a raíz del deterioro de la confianza.

Por el lado de la oferta, y como era de esperar, el PIB transable ha sido el más expuesto a la crisis externa. En el primer trimestre de este año decreció 1,8% en términos anuales. Por su parte, el PIB no transable creció ligeramente en 0,1% (Gráfico 10). La contracción del PIB transable estuvo asociada principalmente con la caída de la producción industrial (7,9% anual), por ser ésta la más estrechamente vinculada con el comercio mundial.

El aumento en el desempleo está asociado con un incremento en la oferta de trabajo. Por su parte, la generación de empleo se ha concentrado en las cabeceras intermedias y en el área rural.

En adición a la crisis internacional, las restricciones comerciales impuestas por algunos socios comerciales también contribuyeron a la caída.

Además de la industria, otros sectores que contribuyeron a la caída anual del PIB en el primer trimestre fueron, en su orden, el comercio, la construcción de edificaciones, el transporte y la agricultura (Cuadro 3). Dentro de las ramas de la oferta que contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB, la que más se destacó fue el sector financiero, de seguros, alquileres y otros servicios con un crecimiento anual de 4,7%, impulsada principalmente por los servicios de intermediación financiera (que crecieron 7,9% anual). También vale resaltar el buen desempeño del sector minero, el cual estuvo asociado con el aumento de la producción de petróleo y gas natural y que es resultado de las inversiones realizadas en años anteriores.

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

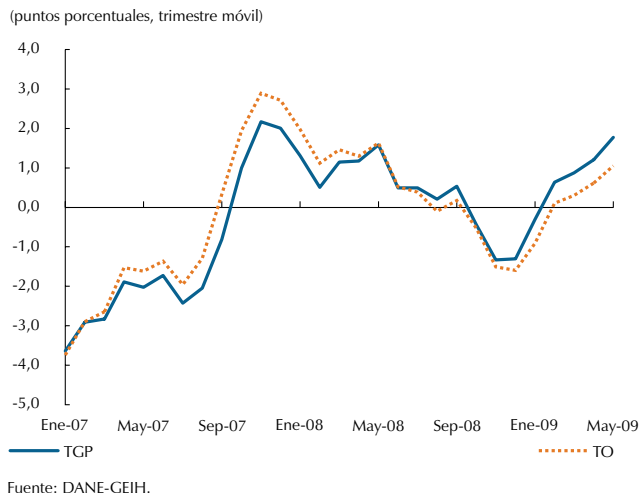
	I trim. 2008	II trim. 2008	III trim. 2008	IV trim. 2008	I trim. 2009	Contribución al crecimiento del I trim-09
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	4,0	5,5	2,1	(0,6)	(0,8)	(0,1)
Explotación de minas y canteras	4,6	7,9	10,4	6,4	10,6	0,5
Industria manufacturera	2,1	1,2	(2,5)	(7,9)	(7,9)	(1,2)
Electricidad, gas y agua	0,7	1,7	1,2	1,0	1,9	0,1
Construcción	0,4	(0,2)	21,1	(11,3)	4,1	0,2
Edificaciones	24,9	25,9	25,2	(0,9)	(14,1)	(0,3)
Obras civiles	(15,1)	(14,8)	18,1	(17,7)	21,2	0,5
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,2	4,0	1,1	(0,6)	(2,7)	(0,4)
Transporte, almacenamiento y comunicación	9,0	4,6	2,3	0,4	(2,0)	(0,1)
Estab. Finan., segur., inmueb. y serv. a las empresas	7,0	4,9	6,5	3,9	4,7	0,8
Servicios sociales, comunales y personales	3,4	2,9	1,7	0,3	(0,2)	0,0
Subtotal valor agregado	4,0	3,6	3,3	(0,9)	(0,2)	(0,2)
Tx-Sub	6,9	5,4	2,6	(1,8)	(4,2)	(0,4)
PIB	4,2	3,7	3,3	(1,0)	(0,6)	(0,6)

Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

2. Mercado laboral y costos salariales

Los indicadores laborales de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) dan cuenta de un aumento en el desempleo a lo largo de 2009, que está asociado exclusivamente con un fuerte incremento de la oferta de trabajo, ya que el empleo dejó de caer desde febrero de 2009 y registró crecimientos en meses recientes. Sin embargo, la generación de empleo se ha concentrado en las cabeceras metropolitanas intermedias y en el área rural mas no en las tres áreas metropolitanas principales,

Gráfico 11
Variación anual de la tasa global de participación (TGP) y de la tasa de ocupación (TO) del total nacional

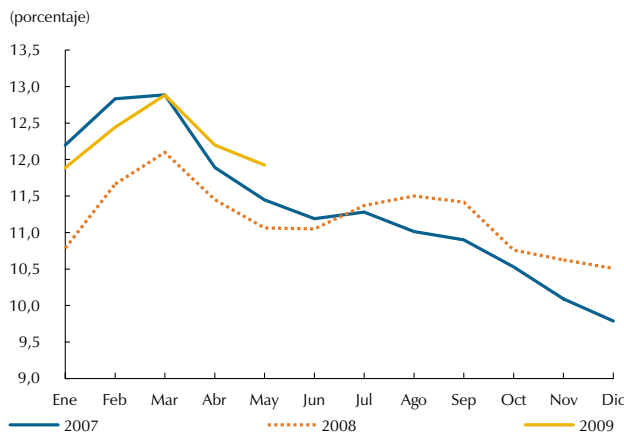


lo cual es afín con la destrucción de puestos de trabajo que reportan las encuestas sectoriales de industria y comercio. El mercado laboral más holgado creó las condiciones para que, en lo corrido del año, se efectuaran ajustes salariales menores a los registrados en 2008, y en algunos casos menores que la meta de inflación.

De acuerdo con la GEIH, en promedio para el período enero-mayo de 2009, el empleo creció a una tasa anual de 2,1% en el total nacional y de 1,5% en las trece áreas metropolitanas. La recuperación del empleo desde febrero condujo a incrementos anuales en la tasa de ocupación, lo que indica que la generación de puestos de trabajo fue mayor que el crecimiento de la población en edad de trabajar. Sin embargo, y probablemente como consecuencia de un deterioro de los ingresos de los hogares, la población económicamente activa también registró una expansión importante desde febrero, lo que generó un aumento de la tasa global de participación (TGP) (Gráfico 11).

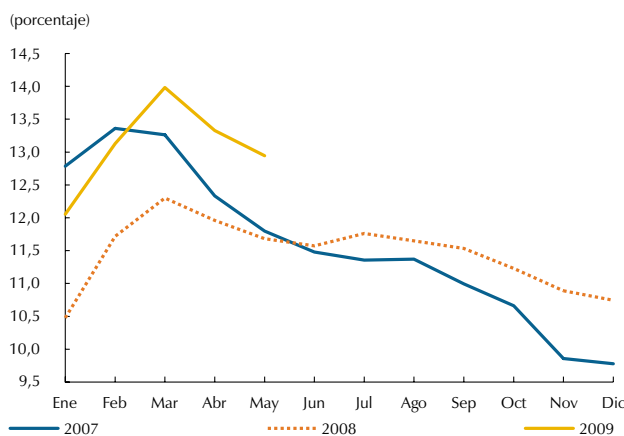
Gráfico 12

A. Tasa de desempleo total nacional (trimestre móvil)



El incremento de la oferta de trabajo o TGP superó al de la demanda, según lo mide la tasa de ocupación (Gráfico 11). Esto llevó a un aumento de la tasa de desempleo (TD). Para el trimestre móvil terminando en mayo, la TD para el total nacional se situó en 11,9% (Gráfico 12, panel A) mientras que la de trece áreas alcanzó 12,9% (Gráfico 12, panel B). Los datos a mayo muestran aumentos anuales en la TD similares a los observados en el primer trimestre (del orden 1,0 a 1,5 puntos porcentuales [pp]) por lo que puede afirmarse que el deterioro de las condiciones laborales no se ha profundizado.

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

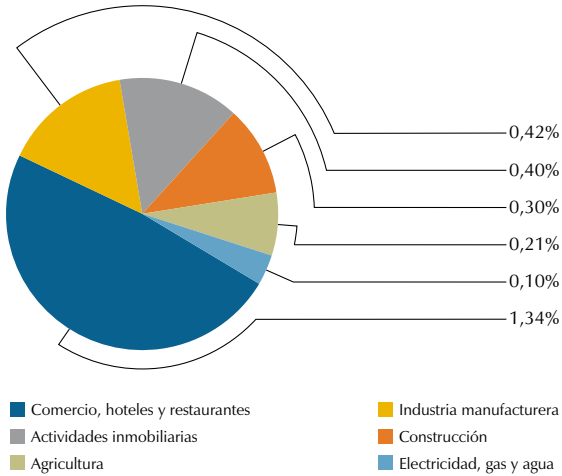


Fuente: DANE-GEIH.

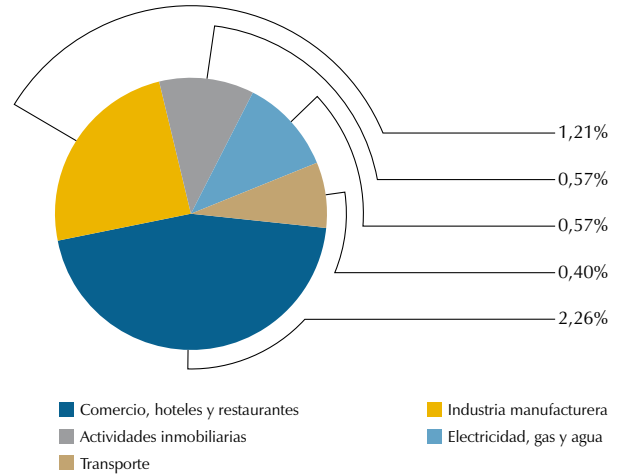
En cuanto a la creación de empleo, el análisis por dominios geográficos muestra que, en lo corrido a mayo, la ocupación aumentó principalmente en cabeceras municipales distintas a las de las trece áreas principales y, en menor medida, en el área rural. De igual manera, por rama de actividad económica la ocupación estuvo impulsada principalmente por el comercio, hecho muy notorio sobre todo en las trece áreas metropolitanas (Gráfico 13). Por el contrario, en las tres ciudades principales —Bogotá, Medellín y Cali— el empleo creció muy poco (0,95%) en lo corrido de 2009 hasta mayo, y esta expansión estuvo concentrada exclusivamente en el comercio. En estas ciudades el empleo en la industria manufacturera decreció en un 0,21%.

Gráfico 13
Contribución positiva a la creación de empleo en 2009

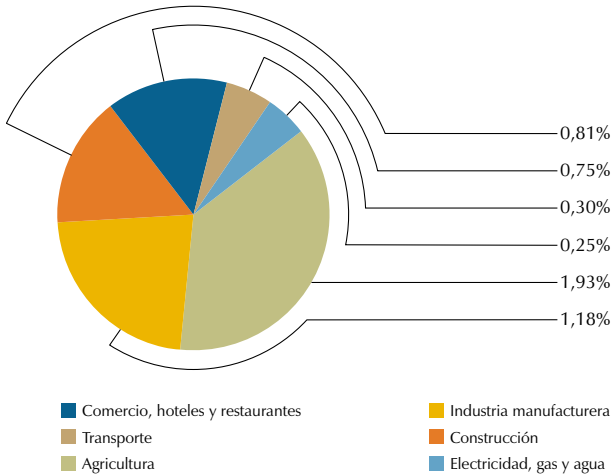
A. Creación de empleo en el total nacional = 2,13%



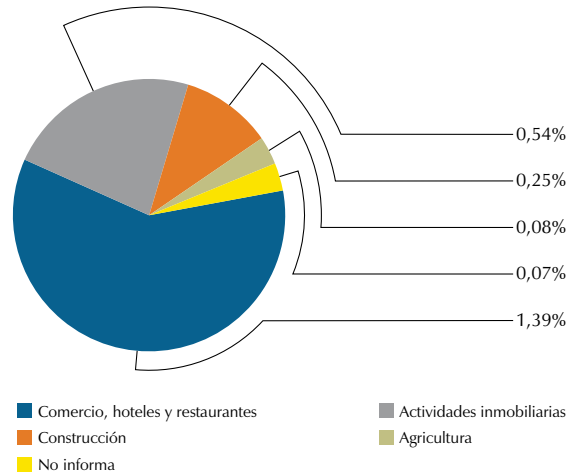
B. Creación de empleo en la zona rural = 1,76%



C. Creación de empleo en otras cabeceras = 3,57%

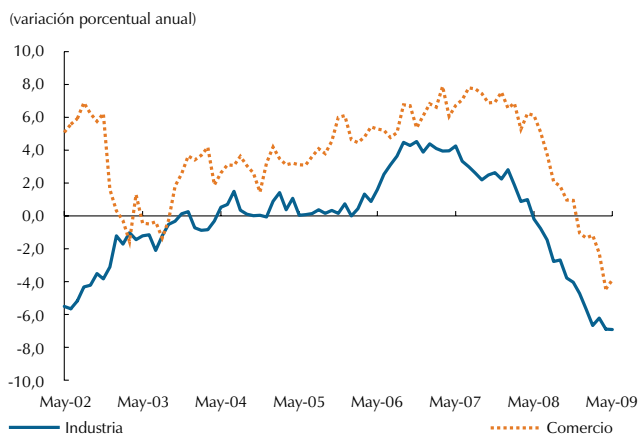


D. Creación de empleo en las 13 áreas = 1,46%



Fuente: DANE-GEIH; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 14
Empleo en la industria y el comercio



Fuente: DANE (MMM y MMCM).

El pobre dinamismo del empleo en las grandes ciudades estaría siendo corroborado por las encuestas sectoriales de industria y comercio con cifras a mayo, las cuales muestran que el empleo en estos sectores está disminuyendo. Según la muestra mensual manufacturera (MMM), el empleo industrial se contrajo a una tasa anual de 6,9%, continuando así con la tendencia decreciente que se inició el año pasado. En el comercio, según la muestra mensual del comercio al por menor (MMCM), el empleo total también decreció, pero a tasas menores (3,9%) (Gráfico 14). Cabe señalar que dichas encuestas recogen información sobre todo de las principales ciudades.

Cuadro 4
Creación de empleo, junio de 2009 frente a junio de 2008

Total nacional	Variación absoluta (miles de empleados)	Variación porcentual
Total firmas	1.446	8,5
Firmas de 1 a 10 trabajadores	1.503	12,8
Firmas con más de 10 trabajadores	(57)	(1,1)

13 áreas	Variación absoluta (miles de empleados)	Variación porcentual
Total firmas	495	5,9
Firmas de 1 a 10 trabajadores	600	12,2
Firmas con más de 10 trabajadores	(105)	(3,0)

Fuente: DANE-GEIH.

Gráfico 15
Índices de salarios sectoriales nominales: industria y comercio

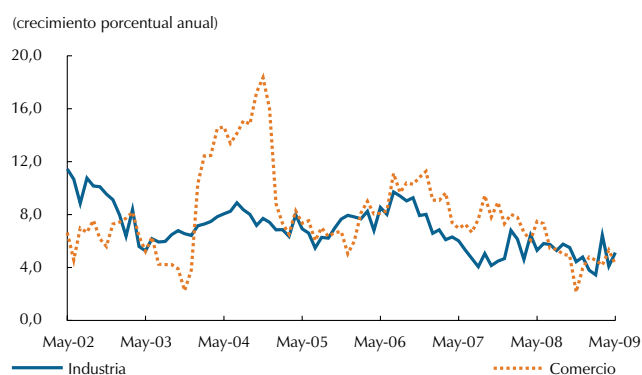


Gráfico 16
Índices de salarios sectoriales nominales: construcción pesada y vivienda



Nota: obreros: maestro, obrero, oficial, inspector, topógrafo y cadenero. Empleados: ingeniero director, ingeniero auxiliar, almacenista, contador, vigilante, mecánico y laboratorista.
Fuente: DANE.

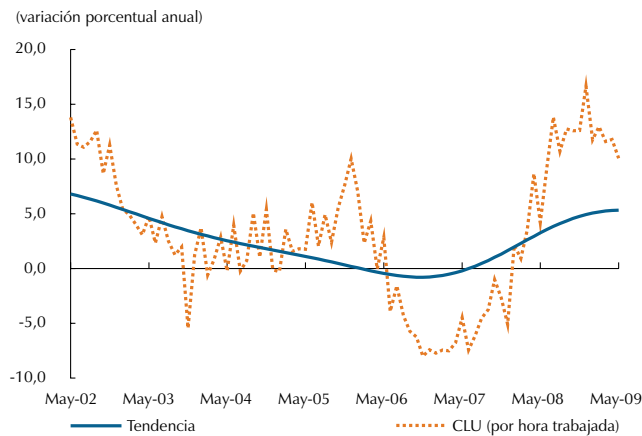
Adicionalmente, las encuestas sectoriales pueden estar recogiendo información sobre lo que está sucediendo con las grandes y medianas empresas más que lo que acontece en las pequeñas empresas y las microempresas, las cuales no están suficientemente representadas en dichas muestras. En efecto, al desagregar la creación de empleo de la GEIH por tipos de firmas, se obtienen cifras que son acordes con la destrucción de empleo en las encuestas sectoriales, pues el generado en empresas de más de diez trabajadores fue negativo tanto en el total nacional como en las trece áreas (Cuadro 4).

Dado lo anterior, se puede afirmar que hoy en día el mercado laboral menos dinámico es el que está más vinculado con el comercio mundial, es decir, el que pertenece a la industria y al gran comercio y que se encuentra ubicado en las grandes ciudades. Por ello, es también posible suponer que el empleo que más ha sufrido en la actual desaceleración es el formal, y que por tanto el crecimiento del empleo a nivel nacional tiende a concentrarse en sectores más informales.

Con respecto a los salarios, durante el segundo trimestre sus ajustes fueron bajos y estables. Para la industria y el comercio, el aumento en los salarios nominales estuvo en el rango inferior de la meta de inflación. Así, entre abril y mayo, la tasa de crecimiento anual de los salarios industriales fue del 4,6% y la de los salarios del comercio fue de 4,8%, ligeramente superior a la de trimestres anteriores (Gráfico 15). En la construcción, los ajustes salariales se realizaron a una tasa anual de 6,5%, menor que la de los trimestres anteriores (Gráfico 16).

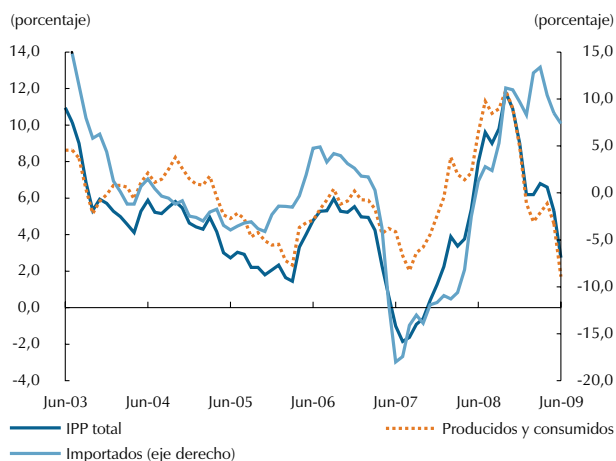
Ahora bien, aunque los salarios de la industrial se ajustan a tasas nominales moderadas, la relación entre producto y número de horas trabajadas en el sector ha caído fuertemente en el último año, debido a la contracción de la producción. Esto ha llevado a que el costo laboral unitario nominal (CLU = salarios nominales/productividad implícita) aumente rápidamente, al punto de que en mayo se ajustó a una tasa nominal anual de 10,1%, lo cual seguramente ha afectado los márgenes de ganancia de los empresarios, dado que sus precios se están incrementando mucho menos (3,9%) en mayo según el índice de precios del productor para los producidos y consumidos en la industria.

Gráfico 17
Costo laboral unitario (CLU) real en la industria



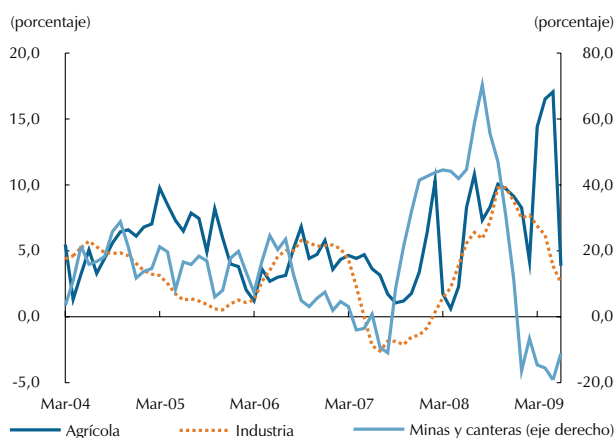
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 18
IPP total y por procedencia (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dada la debilidad de la demanda que impide ajustar a un mayor ritmo los precios o aumentar la producción, la reacción de los empresarios ha sido la de reducir el personal ocupado. Si la demanda no se recupera en un período prudencial, la contracción del empleo podría continuar, a menos que el ritmo de ajuste en los salarios nominales disminuya aún más (Gráfico 17).

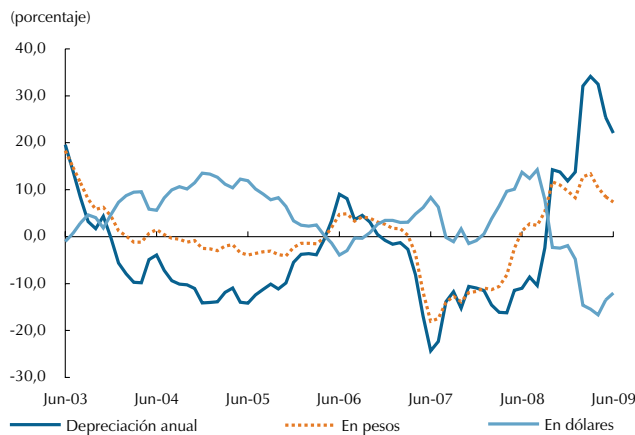
De todo lo anterior se desprende que el mercado laboral está en condiciones suficientemente holgadas como para poder descartar presiones sobre los precios provenientes de eventuales aumentos en salarios por encima de las metas de inflación, por lo menos en lo que resta del año. El riesgo en las circunstancias actuales es que, si la demanda no se recupera prontamente, se acelere la pérdida de empleo.

3. Otros costos

En el segundo trimestre de 2009 las presiones inflacionarias originadas en los costos no salariales se siguieron atenuando. Como se observa en el Gráfico 18, en este período la inflación anual al productor se descolgó, y pasó de 6,6% en abril a 2,7% en junio. En este último mes la variación mensual fue de -0,9%. En el mismo gráfico se nota que, según la procedencia, el índice de precios del productor (IPP) de producidos y consumidos registró un marcado descenso en su variación anual, pasando de 5,7% en abril a 1,7% en junio. Dicho comportamiento fue explicado por los componentes industrial y agrícola, principalmente (Gráfico 19). Con respecto al IPP de importados, su variación anual continuó a la baja en congruencia con la apreciación del peso y en junio fue de 7,4%. Durante el segundo trimestre los precios en dólares disminuyeron a un menor ritmo (Gráfico 20).

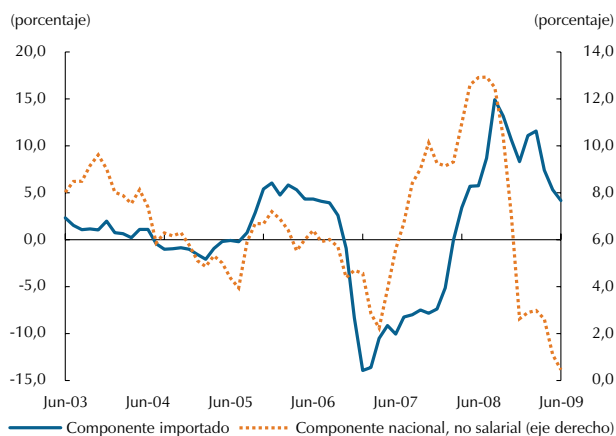
A partir de las cifras del IPP se estimaron los índices de costos no laborales ponderados utilizando la matriz de contabilidad social (SAM, por su sigla en inglés). Los índices confirman que las presiones de costos han disminuido, sobre todo por el componente nacional, el cual venía ajustándose en marzo a una tasa del 3% y llegó en junio a 0,5% anual (Gráfico 21). En términos generales puede afirmarse que a la reducción de las presiones en costos no salariales ha contribuido tanto

Gráfico 20
IPP de importados en pesos y dólares, y depreciación anual (variación anual)



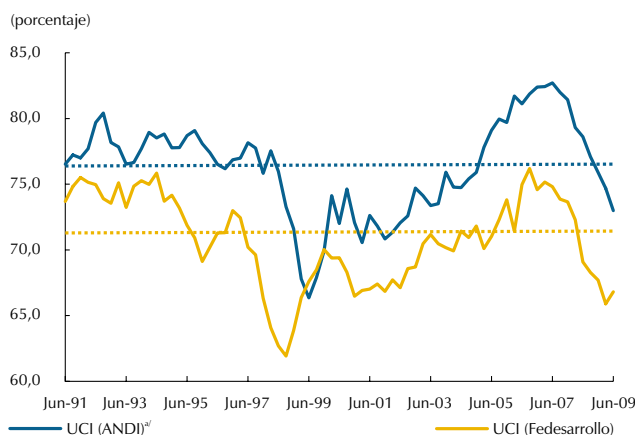
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 21
Índices de los costos no salariales a partir de la SAM (variación anual)



Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 22
Utilización de la capacidad instalada (UCI)^{a/}



Fuente: ANDI y Fedesarrollo.

la apreciación de los últimos meses como la baja de los precios internacionales de las materias primas y combustibles. Sin embargo, también han incidido factores internos asociados con las caídas en precios de varios productos agropecuarios y con una demanda débil.

4. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

Durante el primer semestre de 2009 el estancamiento de la actividad económica continuó restringiendo el surgimiento de presiones inflacionarias de demanda. Como viene sucediendo desde mediados del año pasado, dicha situación estuvo acompañada por una baja utilización de la infraestructura productiva del país

La tendencia negativa que traían desde el año pasado los indicadores de utilización de capacidad instalada para la industria (UCI) de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI) y de Fedesarrollo se profundizó en el primer semestre de 2009. Hacia mayo y junio, ambos indicadores se ubicaban en niveles significativamente inferiores a sus promedios históricos. En particular, el indicador de Fedesarrollo correspondiente al segundo trimestre de 2009 se ubicó en 65,4%, frente a un promedio histórico de 71,3%, y 2,3 puntos porcentuales (pp) por debajo del resultado obtenido para el mismo período de 2008. Algo similar sucedió con el indicador de la ANDI (Gráfico 22).

La baja utilización del capital sigue acompañada, como se menciona en secciones precedentes, por un mercado laboral holgado que resulta de un lento crecimiento del empleo y de un aumento en la oferta de trabajo, según lo muestra el crecimiento de la TGP. Cálculos preliminares del Banco indican que la tasa de desempleo observada hoy en día supera la tasa *non-accelerating inflation rate of unemployment* (Nairu), que es aquella que corresponde al nivel de desempleo que no acelera la inflación. Es decir, la brecha en el mercado laboral restringe la aparición de presiones sobre costos salariales y sobre los precios.

Por otro lado, y como se mencionó en el informe anterior, en la última parte de 2008 y el primer semestre de 2009 la economía colombiana sufrió diversos choques,

Durante el primer semestre de 2009 el estancamiento de la actividad económica continuó restringiendo el surgimiento de presiones inflacionarias de demanda.

En la última parte de 2008 y el primer semestre de 2009, la economía colombiana sufrió diversos choques, los cuales estarían afectando tanto la brecha como el crecimiento potencial.

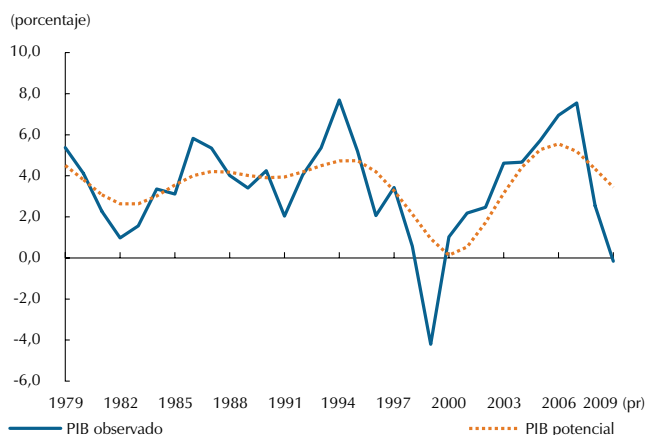
los cuales estarían afectando tanto la brecha como el crecimiento potencial (o no inflacionario). Esto genera mayor incertidumbre sobre la evolución de la actividad económica en este año y el próximo.

Dentro de estos choques conviene destacar lo siguiente:

- La profundidad de la crisis financiera internacional puede traducirse en un choque de oferta al crecimiento potencial mundial si su duración es amplia. Esto podría redundar en un menor financiamiento externo, en un retroceso de la inversión extranjera directa y en una reducción la capacidad de expansión del sector exportador colombiano, todo lo cual afectaría el PIB de largo plazo en el país.
- Un debilitamiento de la demanda interna, como el que actualmente se observa, usualmente viene acompañado de una desaceleración del crecimiento potencial, en la medida en que afecta el ciclo de inversión. Esto puede ser especialmente válido a partir de 2010. Para 2009 los altos niveles de inversión de 2008 proporcionan un sustento al crecimiento no inflacionario.
- El aumento del desempleo tendría consecuencias adversas sobre el monto y la calidad de la fuerza de trabajo, dependiendo de la duración e intensidad del estancamiento económico.
- Los obstáculos al comercio internacional impuestos por algunos socios comerciales del país también podrían incidir en el desempeño económico de los próximos años.

De esta manera, las estimaciones econométricas apuntan a que el crecimiento del producto potencial promedio para 2009 se ubicaría en un rango entre 3,0% y 4,0%, por debajo de lo estimado en el informe anterior y del que se considera para 2008 (4,3%) (Gráfico 23). Esto implicaría que la brecha del producto se situaría en -2,3% en promedio para todo 2009 dado el crecimiento esperado para este año y que se presenta en el tercer capítulo de este informe (Gráfico 24). Debe recordarse que la evolución de la brecha del producto dependerá en parte de la evolución de la crisis en las economías industrializadas y del ritmo de recuperación de las economías emergentes.

Gráfico 23
Crecimiento anual del PIB observado y del PIB potencial (promedio anual)

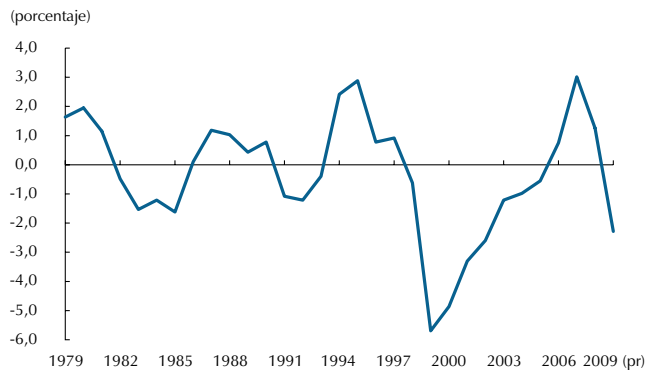


(pr) preliminar
Fuente: Banco de la República.

5. Expectativas de inflación

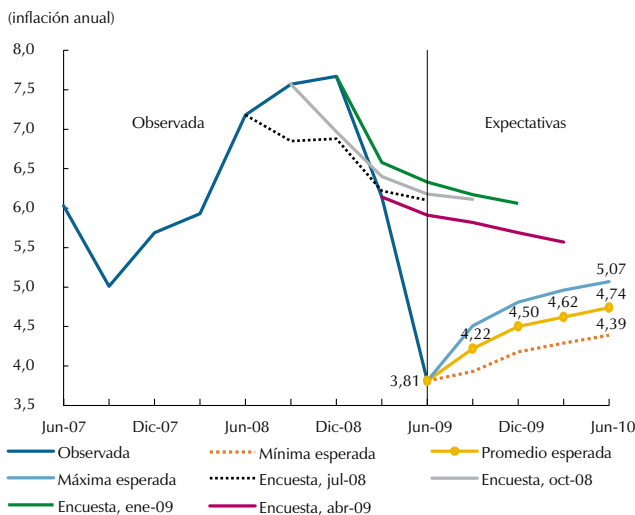
Las expectativas de inflación disminuyeron sustancialmente durante lo corrido del año. Este fenómeno sería afín con el comportamiento reciente de la inflación y con las menores presiones de demanda y de costos esperadas por los agentes en la economía colombiana.

Gráfico 24
Brecha del producto
(promedio anual)



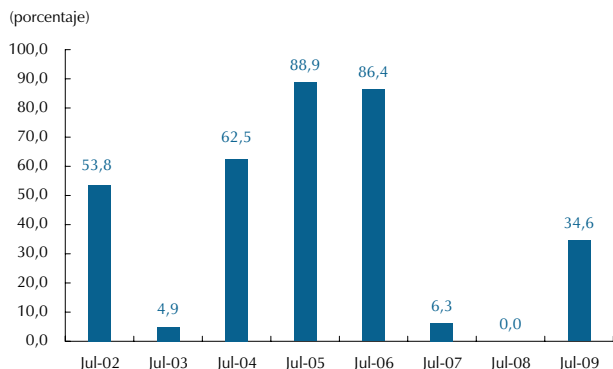
(pr) preliminar.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 25
Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 26
Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de 2002 a 2009 (encuesta aplicada en julio de cada año)



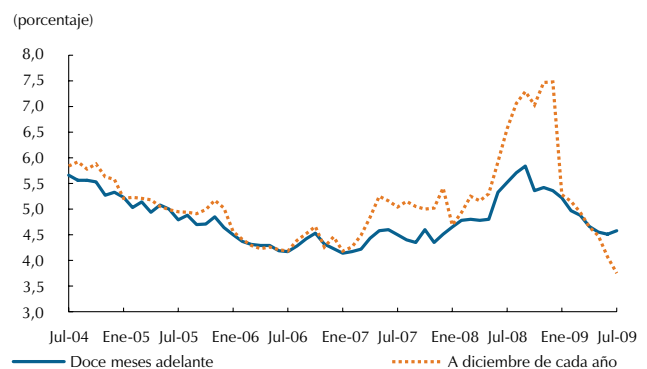
Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con la encuesta trimestral de expectativas del Banco de la República aplicada a una amplia gama de agentes y analistas a comienzos de julio, la inflación promedio esperada para finales de 2009 es de 4,5%, valor equivalente al piso del rango meta fijado por la JDBR. En la misma encuesta, el 34,6% de los consultados estiman que a final de 2009 la inflación se ubique dentro del rango meta fijado por la JDBR, mientras que en el mismo mes del año pasado los encuestados consideraban en su totalidad que la meta se incumpliría. Conviene señalar que un grupo importante de los encuestados considera que la inflación puede terminar el año por debajo del rango meta (gráficos 25 y 26).

La encuesta mensual de expectativas efectuada a operadores del mercado financiero aplicada a comienzos de julio muestra tendencias decrecientes, incluso más pronunciadas. Así, la inflación esperada para diciembre de 2009 es de 3,8%, valor inferior al piso del rango meta fijado por la JDBR y 80 pb menos que el observado hace tres meses. Las expectativas a doce meses, por su parte, se mantuvieron alrededor de 4,6% en el segundo trimestre (Gráfico 27).

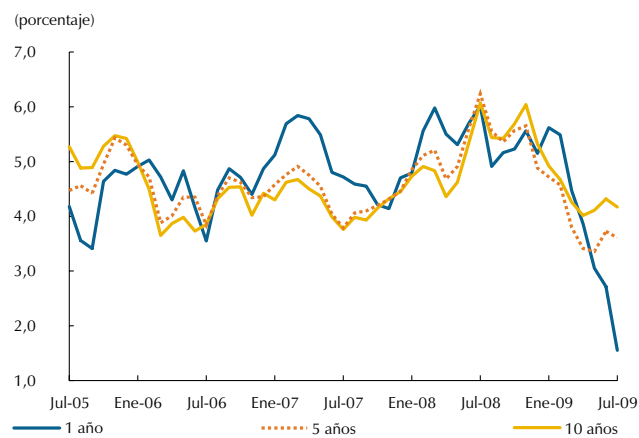
Una situación similar puede observarse en el indicador de expectativas de inflación obtenido a partir de los TES, las cuales estaban por debajo del punto medio de la meta de inflación para este año en el caso de los títulos con horizontes cortos: por ejemplo para TES negociados a un año estaban en 1,6%. Sin embargo, para los de TES a diez años las expectativas se encontraban en 4,1%, un poco por encima del rango meta de

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



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 28
Indicadores de expectativas de inflación implícitas en el mercado de TES ^{a/}



a/ Diferencia entre tasas de los TES UVR y los TES tasa fija.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

largo plazo anunciado por la JDBR (entre 2% y 4%). Esto puede indicar que los mercados financieros esperan algún repunte de la inflación en el largo plazo, aunque no a los niveles que se observaron en el pasado (Gráfico 28).

II. MERCADOS FINANCIEROS

- **Las condiciones de liquidez se han estabilizado a nivel mundial pero las restricciones crediticias permanecen en su mayor parte.**
- **Durante el segundo trimestre, los mercados bursátiles recuperaron parte del terreno perdido.** Las ganancias han sido mayores en el caso de las economías emergentes y esto vino acompañado de una apreciación de sus monedas.
- **En Colombia, la disminución de tasa de interés de política se transmitió rápidamente en las tasas de interés de mercado,** en particular a las tasas de crédito comercial.
- **La reducción de tasas ha contribuido a mantener un crecimiento del crédito** por encima encima del crecimiento del PIB normal.
- **La evolución futura del crédito dependerá en parte del comportamiento de los indicadores de riesgo.**

A. MERCADOS EXTERNOS

Las condiciones de liquidez de los mercados financieros mundiales continuaron mejorando en el segundo trimestre de este año, lo que vino acompañado de alguna estabilidad en el resto de variables financieras. Las acciones de política económica, junto con ciertos signos que indican que la caída de la actividad económica estaría tocando fondo, son algunas de las razones que permitieron dinamizar el comportamiento de estos mercados. No obstante, el canal de crédito en las economías desarrolladas todavía no se ha restablecido plenamente y éstas aún enfrentan riesgos importantes, no muy diferentes a los identificados en los dos informes anteriores.

En los dos primeros trimestres del año las autoridades económicas, tanto en países desarrollados como algunos emergentes, continuaron adelantando planes de asistencia de liquidez al sistema financiero y empezaron a ejecutar diversos programas fiscales con miras a suavizar la caída de la actividad económica y estabilizar los mercados. En el campo monetario la mayoría de bancos centrales de economías

Las condiciones de liquidez de los mercados financieros mundiales continuaron mejorando en el segundo trimestre de este año, lo que vino acompañado de alguna estabilidad en el resto de variables financieras.

En el campo monetario la mayoría de bancos centrales de economías desarrolladas mantuvieron sus tasas de referencia en niveles cercanos a cero, en tanto que los de países emergentes realizaron reducciones significativas.

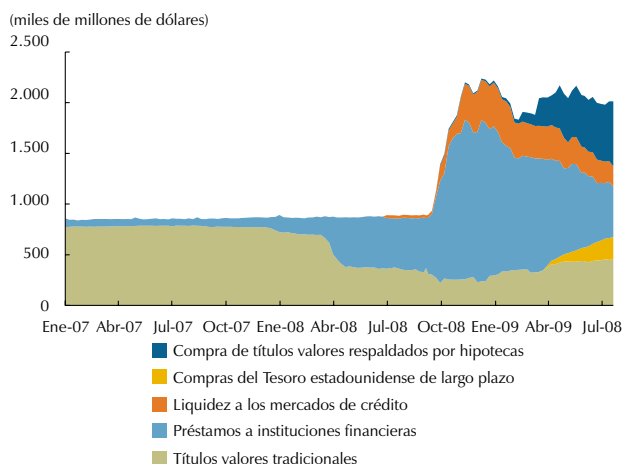
desarrolladas mantuvieron sus tasas de referencia en niveles cercanos a cero, en tanto que los de países emergentes realizaron reducciones significativas, acercándolas a niveles mínimos históricos (Cuadro 5).

Cuadro 5
Tasas de referencia de los bancos centrales

	Nivel actual	Último cambio	Cambio desde Sep-08
Estados Unidos	(0 - 0,25)	16 Dic 08 (-87,5 pb)	(188)
Zona del euro	1,00	7 May 09 (-25 pb)	(325)
Reino Unido	0,50	5 Mar 09 (-50 pb)	(450)
República Checa	1,50	7 May 09 (-25 pb)	(200)
Japón	0,10	19 Dic 08 (-20 pb)	(40)
Brasil	8,75	22 Jul 09 (-50 pb)	(500)
México	4,50	17 Jul 09 (-25 pb)	(375)
Chile	0,50	9 Jul 09 (-25 pb)	(775)
Colombia	4,50	19 Jun 09 (-50 pb)	(550)
Perú	2,00	9 Jul 09 (-100 pb)	(450)
Turquía	8,25	16 Jul 09 (-50 pb)	(850)
China	5,31	22 Dic 08 (-27 pb)	(216)
Nueva Zelanda	2,50	30 Abr 09 (-50 pb)	(550)
Australia	3,00	7 Abr 09 (-25 pb)	(400)
India	4,75	21 Abr 09 (-25 pb)	(425)
Sudáfrica	7,50	28 May 09 (-100 pb)	(450)

Fuentes: bancos centrales, Bloomberg y JP Morgan.

Gráfico 29
Activos de la Reserva Federal de los Estados Unidos

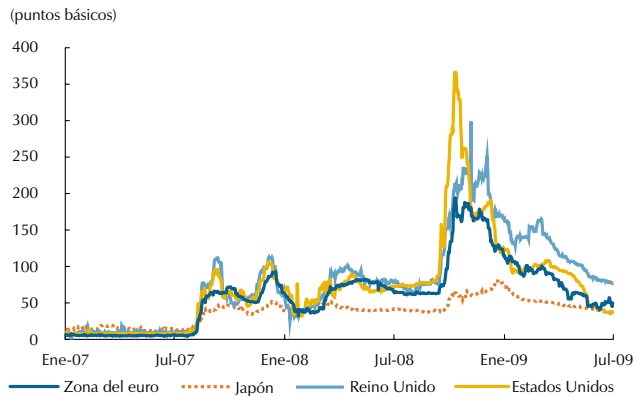


Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Para el caso de los Estados Unidos y otras economías desarrolladas las tasas cercanas a cero han restado margen de maniobra a la estrategia monetaria tradicional y han obligado a las autoridades a implementar políticas no convencionales. El ejemplo más ilustrativo es el de la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos, la cual empezó a actuar por medio de la ampliación y recomposición de su hoja de balance, en particular mediante la ejecución de diversos programas destinados a la compra de activos para facilitar liquidez al sistema. Dentro de esta estrategia, en el segundo trimestre la Fed amplió sustancialmente sus compras de bonos de deuda pública de largo plazo² (Gráfico 29). Un programa similar adelantó el Banco de Inglaterra.

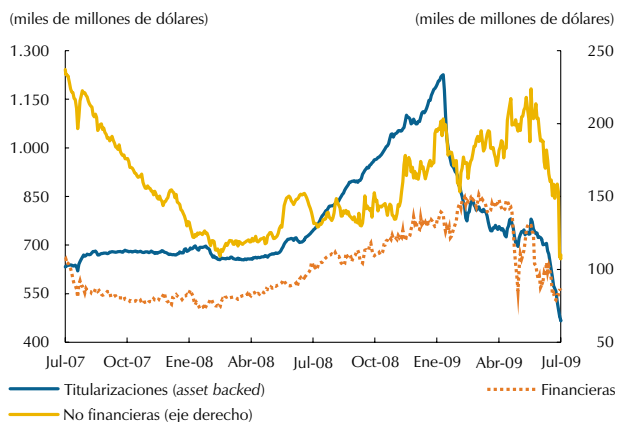
2 En marzo la Fed anunció compras de títulos de deuda pública de largo plazo por un monto de US\$300 (miles de millones (mm), de los cuales se han ejecutado alrededor de US\$220 mm.

Gráfico 30
Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios:
Libor vs. OIS a tres meses



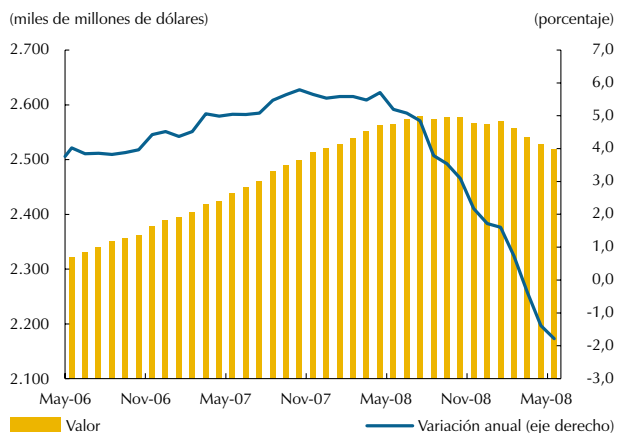
Fuentes: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
SalDOS de papeles comerciales en circulación en los Estados Unidos por tipo de emisor ^{a/}



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

Gráfico 32
Crédito de consumo total en los Estados Unidos



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Además de ampliar la liquidez y buscar la estabilidad de los mercados financieros, los esfuerzos de las autoridades siguieron encaminados a mantener las tasas de mediano y largo plazos en niveles bajos y restablecer el canal de crédito.

Hasta el momento las políticas implementadas han influido significativamente en las condiciones de liquidez en los mercados interbancarios; de hecho, indicadores de riesgo de liquidez de corto plazo que miden diferenciales de tasas de interés como el TED *spread* o el *Libor-OIS spread* ³ muestran disminuciones importantes. No obstante, los niveles actuales de estos indicadores aún son superiores a los observados antes de septiembre del año pasado, cuando se produjo la profundización de la crisis (Gráfico 30). Esto sugiere que todavía subsiste un poco de incertidumbre sobre la disponibilidad de liquidez en el sistema.

Los resultados sobre el restablecimiento de las condiciones crediticias son menos claros. Diversas encuestas muestran que, aunque en lo corrido del año se ha presentado una reducción en las restricciones para otorgar crédito, dichos estándares todavía son muy estrictos. Lo anterior ha seguido acompañado por una debilidad de la demanda de crédito por parte de los consumidores y las firmas. Como resultado, el crédito que llega a la economía en los países desarrollados disminuyó nuevamente en los últimos meses. En los Estados Unidos, en lo corrido del año, los saldos de papeles comerciales continúan mostrando caídas importantes que se suman a las observadas en el 2008. Por su parte, el crédito del sistema bancario también registra disminuciones importantes, en particular

3 El TED *spread* es la diferencia entre las tasas de interés de préstamos interbancarios (*Libor*) y la deuda de corto plazo del gobierno de los Estados Unidos, conocida como *T-bills*. De esta manera, dado que los *T-bill* son considerados libres de riesgo, cuando el TED *spread* aumenta, es una señal de que los prestamistas creen que el riesgo de cesación de pagos en los préstamos interbancarios está aumentando. Por su parte, el *Libor-OIS spread* es la diferencia entre las tasas de interés de préstamos interbancarios (*Libor*) y el OIS (*overnight index swap*). Este último es un intercambio de flujos entre tasa fija y tasa variable (*swap*), con la tasa flotante atada a un índice overnight de referencia (en los Estados Unidos es la tasa efectiva de los federal funds). La tasa OIS es la mejor medida de las expectativas de los inversionistas sobre las tasas de los federal funds (objetivo de la política monetaria de la Fed). El diferencial entre la *Libor* y la OIS muestra la brecha esperada por el mercado entre la tasa de referencia del mercado y el costo de endeudamiento interbancario durante el término del *swap*.

Hacia los próximos meses el deterioro del mercado laboral, la pérdida de riqueza y los altos niveles de endeudamiento de los hogares y de apalancamiento de las instituciones financieras pueden seguir complicando la recuperación del crédito.

el destinado al consumo (gráficos 31 y 32). Hacia los próximos meses el deterioro del mercado laboral, la pérdida de riqueza y los altos niveles de endeudamiento de los hogares y de apalancamiento de las instituciones financieras pueden seguir complicando la recuperación del crédito.

En ese entorno subsisten inquietudes sobre la salud del sistema financiero en los países desarrollados, en particular sobre la solvencia de las instituciones y sobre la manera como éstas podrían afrontar un escenario en donde la economía se recupera muy lentamente o se mantiene estancada por un tiempo prolongado y en niveles bajos. No obstante, diversos ejercicios de tensión o (stress-test), diseñados para evaluar la capacidad de resistencia y solvencia de las instituciones financieras frente cambios en el panorama económico, mostraron resultados favorables, por lo menos en el caso de los Estados Unidos⁴. Según dichas pruebas, las necesidades de capital de muchas entidades en los Estados Unidos resultaron menores que las esperadas por el mercado. Además, varias de éstas ya habían logrado completar buena parte de las exigencias de capital o reestructurar los instrumentos de capital existentes al momento en el que se publicaron los resultados de los ejercicios.

Para el caso europeo la situación del sistema financiero puede ser más compleja, en parte, por las interrelaciones que existen con entidades financieras de Europa del Este. Estos países enfrentan hoy en día un colapso de su producción y exportaciones, mucho mayor que el observado en otras economías emergentes. Cabe señalar que gran parte del fondeo de sus proyectos de inversión y de la cartera de estas economías provienen de grandes bancos de Europa Occidental⁵.

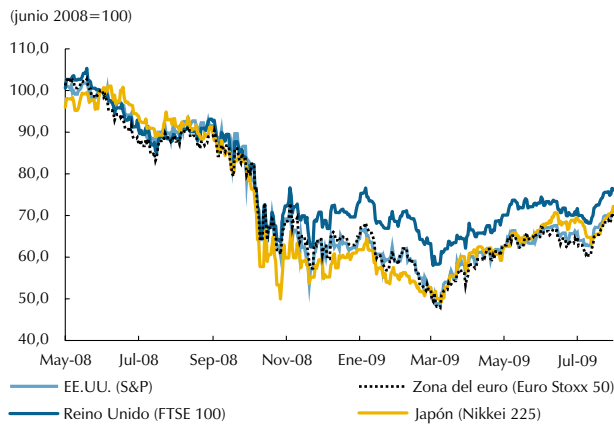
El esfuerzo de las autoridades para estabilizar los mercados financieros unido a la información positiva de los stress-test en los Estados Unidos, junto con algunas noticias alentadoras sobre la actividad económica real, hizo que los inversionistas estuvieran más propensos a asumir riesgos y a colocar de nuevo recursos en el mercado bursátil, aprovechando de paso los bajos niveles alcanzados por los títulos en el primer trimestre del año. Este comportamiento permitió una recuperación de los índices accionarios desde finales de febrero hasta julio, aunque los niveles se mantuvieron muy por debajo de aquellos alcanzados antes de septiembre del año pasado (Gráfico 33).

El esfuerzo de las autoridades para estabilizar los mercados financieros unido a la información positiva de los stress-test en los Estados Unidos, junto con algunas noticias alentadoras sobre la actividad económica real, hizo que los inversionistas estuvieran más propensos a asumir riesgos, permitiendo una recuperación en los índices accionarios.

4 Para los Estados Unidos estos ejercicios de sensibilidad, denominados *supervisory capital assessment program* (SCAP), fueron efectuados por la Fed. El programa concluyó que 10 de 19 entidades financieras evaluadas necesitaban aumentar sus niveles de capitalización. El valor total requerido se estimó en US\$185 mm. A la fecha de publicación de los resultados (7 de mayo), las instituciones comprometidas habían recaudado alrededor de US\$110 mm, y en los últimos dos meses lograron recolectar los fondos restantes mediante acciones y emisión de deuda no garantizada.

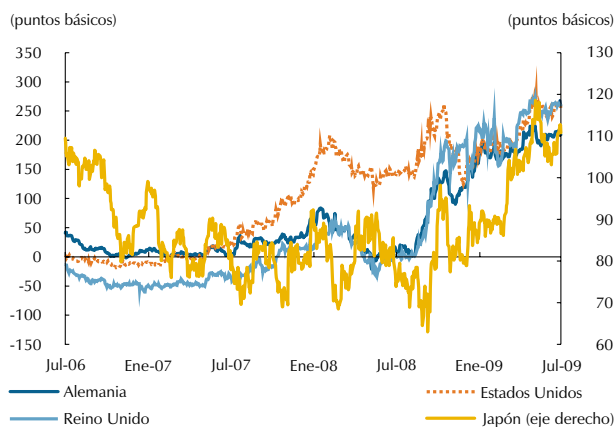
5 Suecia fue uno de los primeros en realizar pruebas de tensión para ver su exposición a préstamos con países de Europa del Este, en particular los bálticos. Según el reporte de estabilidad financiera más reciente de ese país, el total de préstamos realizados por bancos suecos a países bálticos al final del primer trimestre de 2009 fue de 483 mm de coronas (aproximadamente US\$60 mm), lo cual corresponde al 7% del total de préstamos del sistema bancario sueco. Las pérdidas entre el último trimestre de 2008 y el primero de 2009, fueron \$20 mm de coronas, lo cual es un monto alto comparado con las pérdidas de 2mm de coronas del mismo periodo un año atrás: dentro de éstas, cerca del 40% eran préstamos otorgados a los países bálticos.

Gráfico 33
Índices de las bolsas de algunas economías desarrolladas ^{a/}



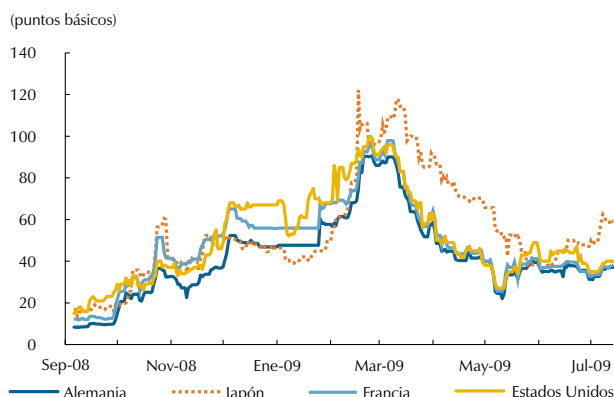
a/ Datos a 31 de julio de 2009.
Fuentes: Bloomberg.

Gráfico 34
Diferencial entre las tasas de 10 y 2 años de los títulos de deuda pública de algunas economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

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



a/ Los CDS de Alemania, Japón y Francia están asociados al dólar, mientras que los CDS de Estados Unidos están asociados al euro.
b/ Datos al 14 de julio de 2009.
Fuente: Bloomberg.

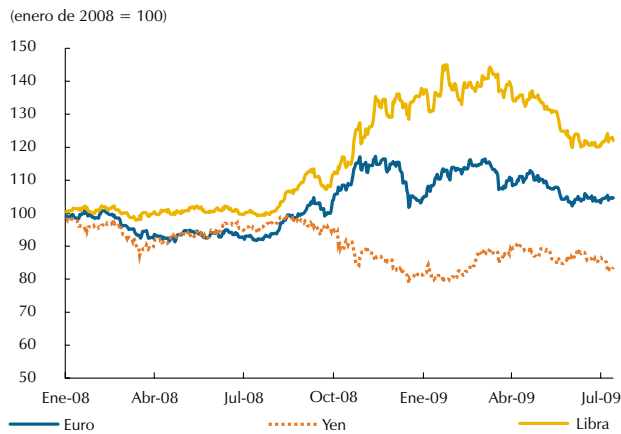
La valorización de las acciones implicó alguna recomposición de los portafolios en contra de activos más seguros, como los bonos de deuda pública de economías desarrolladas, los cuales tendieron a desvalorizarse, produciendo aumentos en las tasas de interés de largo plazo⁶. Estos incrementos también están relacionados con el gran crecimiento de la deuda pública en meses recientes, lo que puede poner a prueba la capacidad del mercado para nuevas emisiones. A lo anterior se suman mayores temores sobre posibles presiones inflacionarias hacia el mediano y largo plazos, como resultado de las políticas expansionistas adelantadas por la Fed.

Como resultado de lo anterior, en el segundo trimestre se produjo un empinamiento de las curvas de rendimiento de los bonos: en particular se observó una ampliación del diferencial entre las tasas de los títulos de deuda pública de dos y diez años (Gráfico 34). Sin embargo, las primas de riesgo para la deuda soberana de los países desarrollados, medidas a través de los credit default swaps (CDS), disminuyeron notablemente en meses recientes frente a los niveles de marzo, aunque se mantienen altas dado lo registrado antes de septiembre del año pasado (Gráfico 35). A su vez, en este último período el dólar de los Estados Unidos se debilitó frente otras monedas fuertes, como es el caso del euro y la libra, aunque con una leve recuperación y estabilización hacia mediados de junio (Gráfico 36).

En cuanto a las economías emergentes, la situación de los mercados financieros no es uniforme. Como se mencionó, el caso más complicado es el de los países de Europa del Este, especialmente los bálticos, donde las primas de riesgo se mantuvieron en niveles muy altos durante el segundo trimestre debido a los grandes desequilibrios macroeconómicos que exhiben y a la vulnerabilidad de sus sistemas financieros (véase el capítulo III).

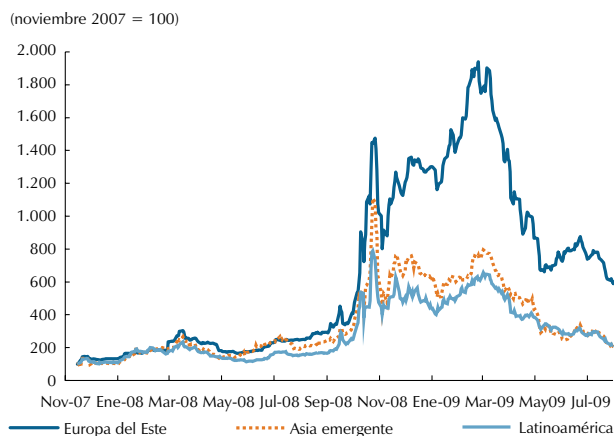
6 Algunos analistas argumentan que frente a mejores perspectivas de la actividad económica, así como por la fuerte inyección monetaria, los agentes esperan una mayor inflación a futuro y que el aumento de las tasas de interés podría ser una señal de esto. Por cuenta de ello los agentes han dejado de preocuparse por los temores de deflación.

Gráfico 36
Comportamiento del dólar frente a monedas fuertes



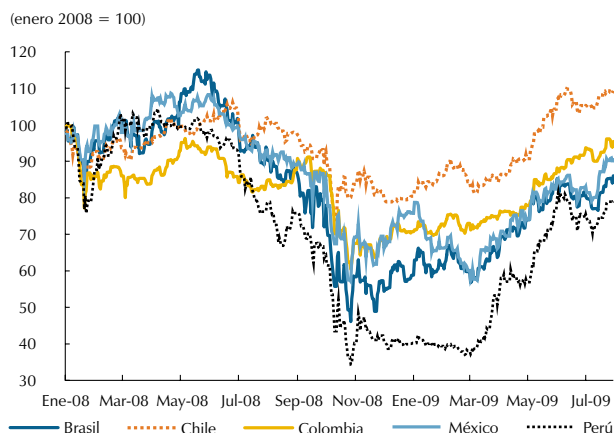
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 37
Credit default swaps (CDS) en economías emergentes



Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38
Índices accionarios en Latinoamérica ^{a/}

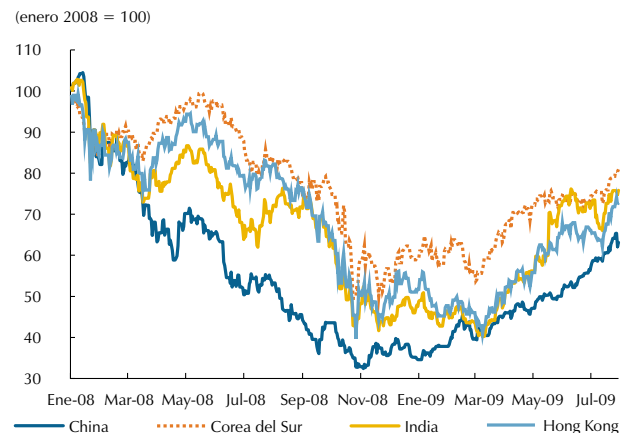


a/ Datos al 30 de julio de 2009.
Fuente: Bloomberg.

Para los países de Asia emergente y los de Latinoamérica la situación es más favorable, como se muestra en el siguiente capítulo, pese a que aún persisten señales negativas en el sector real pese a que aún persisten señales negativas en el sector real. Desde marzo el repunte de los precios de los bienes básicos puede haber contribuido a generar mayor confianza entre los inversionistas, especialmente hacia América Latina. En la misma dirección apunta el hecho de que sus sistemas financieros han sufrido un contagio limitado de la crisis internacional, así como por la fortaleza que exhibe la demanda interna de China (ver Recuadro 1). Lo anterior se ha reflejado en una reducción de las primas de riesgo en los últimos meses frente al primer trimestre (Gráfico 37).

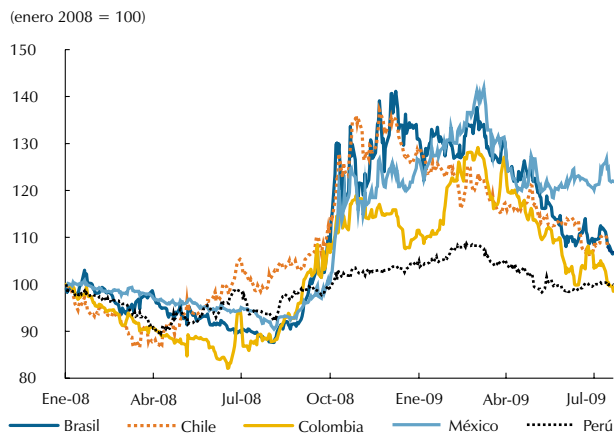
En ese entorno los mercados accionarios de países emergentes, que sufrieron fuertes desvalorizaciones hasta finales de febrero, se han recuperado energicamente, siguiendo la dinámica mundial de mayor apetito por instrumentos de renta variable. Las ganancias observadas en este período para los índices accionarios de Asia se encuentran entre 45% y 55%, mientras que para Latinoamérica están alrededor del 35% y 45% (gráficos 38 y 39). En particular llama la atención el crecimiento de las acciones en China, el cual ha sido alrededor de 88% en lo corrido del año. En el caso de Latinoamérica los índices bursátiles de países como Chile y Colombia han recuperado buena parte de las pérdidas ocurridas en la segunda mitad de 2008.

Gráfico 39
Índices accionarios en Asia ^{a/}



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

Gráfico 40
Índice de tasas de cambio en América Latina ^{a/}



a/ Datos al 21 de julio de 2009.
Fuente: Bloomberg.

En el mercado cambiario las monedas de los países emergentes han presentado una tendencia de apreciación generalizada frente al dólar, con mayor intensidad en los meses de abril y mayo, para luego estabilizarse en junio. Con respecto a los países de la región, la apreciación se observó en mayor medida en Brasil, Chile y Colombia. En particular, el peso colombiano se ha apreciado alrededor de 23% desde el nivel alcanzado al inicio de abril, y en el último mes lo ha hecho en 8% (Gráfico 40).

En síntesis, en lo corrido del año las políticas ejecutadas por las autoridades monetarias en las economías desarrolladas han permitido que las condiciones de liquidez mejoren, al igual que la percepción de riesgo, pero han tenido un efecto menos claro en reactivar el

acceso al crédito. En los últimos meses en los mercados surgió una preocupación sobre los efectos de las enormes intervenciones tanto fiscales como monetarias, por lo que las tasas de interés de los títulos de deuda soberana de largo plazo se incrementaron. En la actualidad un riesgo en el frente financiero es que los mercados accionarios de las economías desarrolladas sufran una corrección importante en los próximos meses, en vista de que pueden haber sobrereaccionado por un exceso de optimismo ante algunas noticias favorables.

B. MERCADOS FINANCIEROS INTERNOS

Durante el segundo trimestre de 2009 la JDBR continuó con la política de estímulo monetario y redujo paulatinamente en 250 pb la tasa de interés de referencia. De esta forma, en junio del presente año aquella se fijó en 4,5% y así se completaron 550 pb de recorte en dicha tasa desde diciembre pasado.

El cambio en la postura monetaria se ha reflejado en los mercados interbancario y de depósitos, en los cuales las tasas de interés registraron disminuciones similares a los recortes de la tasa de política. En el mercado de crédito las tasas de interés comerciales, de tesorería y preferencial disminuyeron más que los recortes realizados en la tasa de intervención. Las tasas de interés cobradas a los hogares también han descendido, pero a un menor ritmo.

Lo anterior contribuyó para que las tasas de interés reales se situaran en niveles históricamente bajos. En junio, descontando la inflación sin alimentos, las tasas de interés de repos a un día, la DTF y la activa promedio se situaron en 0,6%, 1,2% y 8,0%, respectivamente.

A pesar de las bajas tasas de interés observadas en las diferentes modalidades de ahorro, la demanda por depósitos del sistema financiero (pasivos sujetos a encaje [PSE]) continúa creciendo a buen ritmo, a tasas anuales similares a las registradas

Durante el segundo trimestre de 2009 la JDBR continuó con la política de estímulo monetario y redujo paulatinamente en 250 pb la tasa de interés de referencia.

Los niveles apropiados de provisiones y de capital de los intermediarios financieros, junto con los efectos positivos de la política monetaria, han permitido que el sistema financiero colombiano continúe sólido.

en los últimos tres años. Esto ha contribuido a que el potencial de intermediación, medido como la tasa de variación anual de M3 (efectivo más PSE), continúe registrando aumentos muy superiores al del PIB nominal.

El menor costo de los recursos para las empresas también contribuyó a mantener la dinámica de la cartera comercial en moneda nacional y a atenuar la rápida desaceleración que venía presentando la cartera de consumo. De esta forma, el crecimiento anual de la cartera bruta en moneda nacional ha estado por encima del 15%. En cuanto a la cartera en moneda extranjera de los bancos nacionales, su descenso anual a junio ya superó 40%, explicado en parte por una sustitución de crédito externo por interno. Sin embargo, el nivel de financiamiento externo del sector privado con otras fuentes de crédito (proveedores internacionales, otros bancos externos, etc.) ha permanecido relativamente estable, y contribuyó para que el agregado total de crédito externo del sector privado sólo disminuyera 3,5% en junio.

Los niveles apropiados de provisiones y de capital de los intermediarios financieros, junto con los efectos positivos de la política monetaria mencionados, han permitido que el sistema financiero colombiano continúe sólido. Ello le ha permitido enfrentar en mejor medida el deterioro de la cartera observado en los últimos meses.

Durante el tercer trimestre, en particular en julio y agosto, la actividad captadora del sistema financiero se verá beneficiada con los recursos liberados por la Tesorería General de la Nación para cumplir con vencimientos de TES (cercaos a \$6 billones [b]).

1. Agregados monetarios

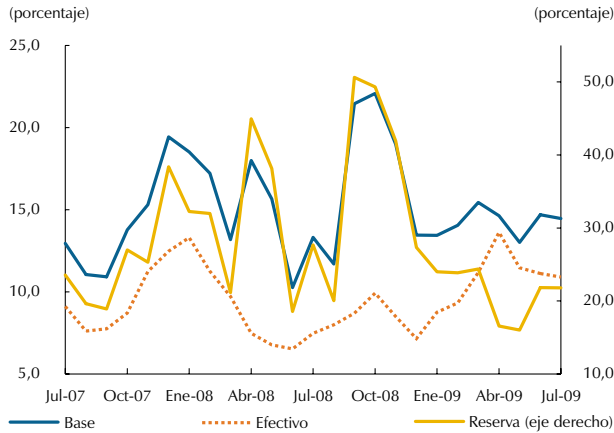
En lo corrido del año la base monetaria no ha presentado una tendencia definida (Gráfico 41). En junio, la base monetaria promedio registró un crecimiento anual de 14,7%, tasa inferior a la de marzo (15,5%), pero superior a la de diciembre (13,5%). No obstante, en lo corrido del año el aumento de la base ha evidenciado una menor volatilidad⁷.

Durante el segundo trimestre del año el comportamiento de la base fue liderado por la evolución de la demanda por reserva bancaria, la cual ha sido afectada por dos factores contrapuestos: el menor requisito de encaje establecido por la JDBR⁸ a partir de diciembre de 2008 y la recomposición de las captaciones en favor de los depósitos a la vista, sobre los cuales se debe computar un mayor porcentaje de encaje. Así las cosas, la tasa anual de crecimiento de la reserva bancaria para junio fue 21,9% (Gráfico 41).

7 El coeficiente de variación para el primer semestre de 2009 fue de 7,5% frente al 30,5% registrado a finales del año pasado.

8 Con la Resolución Externa 011 de 2008 de la JDBR se redujo el porcentaje de encaje para depósitos a la vista de 11,5% a 11% y para los de plazo de 6% a 4,5%.

Gráfico 41
Base monetaria por usos
(variación anual del promedio mensual)



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

Por su parte, la demanda por efectivo, el otro componente de la base monetaria, creció 11,1% en junio, con lo cual se registran tres meses consecutivos de desaceleración.

El Banco de la República ha respondido a la mayor demanda de base monetaria registrada en el trimestre, incrementando los cupos de liquidez de los repos de expansión. Dichos cupos diarios, además de compensar la contracción monetaria generada por los mayores depósitos del Gobierno en el Emisor, también tuvieron en cuenta los efectos expansionistas de los menores depósitos remunerados no constitutivos de encaje y de la intervención en el mercado cambiario (Cuadro 6).

Al cierre del primer semestre el agregado monetario amplio (M3) continuó mostrando un sólido crecimiento (16,4% anual). Dicha dinámica se explica en

Cuadro 6
Fuentes de la base monetaria
variación trimestral
(miles de millones de pesos)

	2009		
	Mar.	Jun.	Ene.-Jun.
I. Gobierno ^{a/}	(3.945)	(4.784)	(8.729)
Depósitos en el Banco de la República	(3.945)	(4.784)	(8.729)
II. TES regulación	(501)	(20)	(520)
Ventas definitivas	(499)	0	(499)
Vencimiento	(1)	(20)	(21)
III. Operaciones de liquidez del Banco de la República	1.698	5.438	7.137
Expansión ^{b/}	1.194	4.484	5.678
Contracción	505	954	1.459
IV. Divisas ^{c/}	(460)	369	(90)
Opciones put para control de volatilidad	429	369	798
Opciones call para control de volatilidad	(888)	0	(888)
V. Otros ^{d/}	242	190	432
Variación total de la base	(2.965)	1.194	(1.771)
Saldo de la base	33.228	34.422	34.422

a/ El 27 de febrero de 2009 las utilidades del Gobierno se giraron en dólares (US\$320,4 m, es decir, \$818,6 mm). Esta operación no tiene efecto monetario, pues es un traslado de recursos en las cuentas del exterior de Banco de la República.

b/ Incluye repos a un día, *overnight* y a mediano plazo.

c/ No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.

d/ Dentro de *otros* se encuentra, principalmente, el efecto monetario del P y G del Banco de la República, así como el efecto monetario de los depósitos por endeudamiento y portafolio externos.

Fuente: Banco de la República.

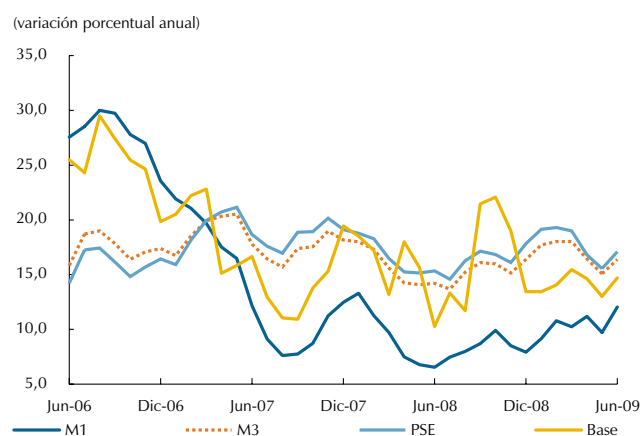
El Banco de la República ha respondido a la mayor demanda de base monetaria registrada en el trimestre, incrementando los cupos de liquidez de los repos de expansión.

el comportamiento de los PSE, los cuales representan el 88% del agregado y se incrementaron a junio 17,1% anual.

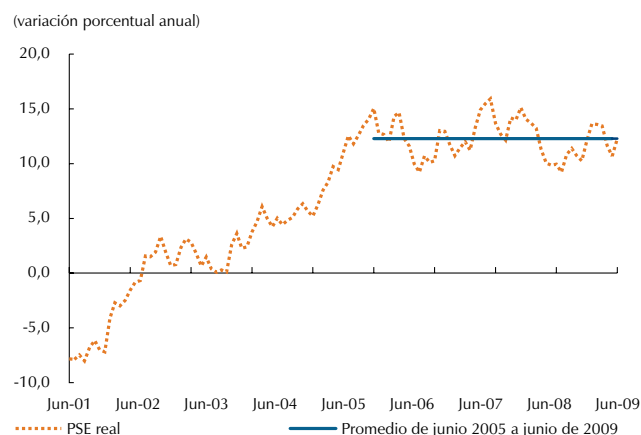
En términos reales, los PSE han registrado una variación anual equivalente al promedio de los últimos tres años (12,3%). Esto indica que el sistema bancario sigue ampliando su capacidad de intermediación tal como lo hizo en 2006 y 2007, cuando la actividad económica mostró los mejores resultados de la década (Gráfico 42, paneles A y B).

Gráfico 42

A. Agregados monetarios y depósitos (PSE), datos (promedio mensual)



B. PSE real^{a/} con IPC sin alimentos, (promedio mensual)



a/ Deflectado por el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Durante el segundo trimestre del año se presentó un cambio importante en la composición de los PSE, período en el cual se dio una pérdida de participación de los CDT frente a los depósitos de ahorro y cuenta corriente. Estos últimos contribuyeron con el 96% del aumento de los PSE en el segundo trimestre, frente al 23% de contribución registrado en los primeros tres meses del año.

Para el tercer trimestre de 2009 se espera que el sistema financiero cuente con una importante oferta de recursos, en particular en julio y agosto, debido a la liquidez adicional generada por vencimientos de TES.

2. Crédito

Durante el segundo trimestre del año los establecimientos financieros tuvieron disponibilidades por \$5,8 b, de los cuales destinaron \$5 b (88%) a la colocación de cartera. Esto contrasta con el comportamiento observado en el primer trimestre, cuando las inversiones habían sido la causa principal de la variación en el activo consolidado del sistema (Cuadro 7).

Para junio el crecimiento de la cartera bruta en moneda nacional se ubicó en 15,3%, valor similar al registrado en marzo de 2009 (Gráfico 43, panel A). No obstante, dentro de la actividad crediticia, el comportamiento por tipo de cartera no ha sido uniforme. En particular, se observó que el crecimiento de la cartera bruta comercial⁹ (20,5%) compensó la tendencia decreciente del agregado crediticio de consumo y microcrédito

9 Debe tenerse en cuenta que a finales de mayo fue desembolsado en favor de Ecopetrol un primer tramo de \$1,7 b de un crédito sindicado aprobado por \$2,2 b.

(6,0%). Por su parte, la cartera hipotecaria ajustada con titularizaciones¹⁰ también registró cierta desaceleración durante el segundo trimestre, de 15% a 13,8% (Gráfico 43, panel A).

Cuadro 7
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito ^{a/}
Miles de millones de pesos

Concepto	Dic-08 Saldo	Variaciones trimestrales		Jun-09 Saldo
		I trim.	II trim.	
Activo	162.151	3.432	5.780	171.364
1. Posición propia de contado ^{b/}	1.518	1.139	1.306	3.964
2. Reserva bancaria	12.832	(1.264)	(100)	11.469
3. Depósitos remunerados en Banco de la República	956	172	(1.033)	95
4. Cartera bruta con <i>leasing</i> M/L	139.460	(642)	5.082	143.900
Crédito tradicional	126.926	(849)	4.960	131.037
<i>Leasing</i> financiero	12.534	207	123	12.863
5. Inversiones	37.848	4.967	1.518	44.333
6. Otros activos netos	(30.463)	(940)	(993)	(32.396)
Pasivo	162.151	3.432	5.780	171.364
1. Repos Banco de la República	1.908	(79)	3.231	5.060
2. PSE con fiduciarios	160.243	3.511	2.549	166.304
PSE sin fiduciarios	155.888	2.848	2.235	160.972
Fiduciarios	4.355	663	314	5.332
OMA de expansión ^{c/}	1.921	7	3.324	5.251
Depósitos remunerados en el Banco de República ^{c/}	1.193	106	(1.112)	187

a/ No incluye FEN.

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

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

Nota: los fiduciarios corresponden a servicios bancarios de recaudo.

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

En términos reales, la cartera comercial ha crecido 13,0%, la hipotecaria lo ha hecho en 9,2%, mientras que el agregado crediticio de consumo y microcrédito lo ha hecho en 1,6% real (Gráfico 43, panel B).

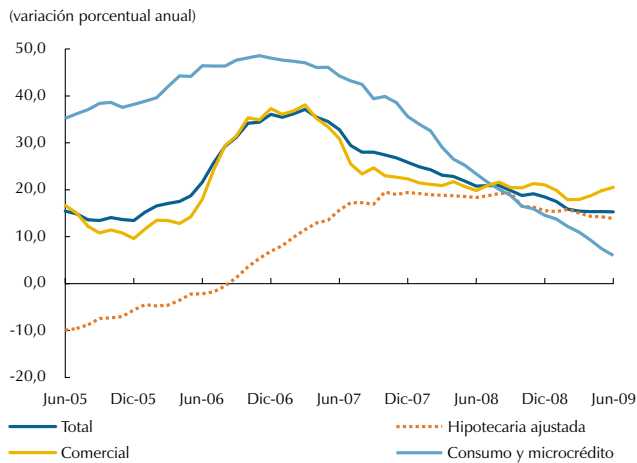
En términos reales, la cartera comercial ha crecido 13,0%, la hipotecaria lo ha hecho en 9,2%, mientras que el agregado crediticio de consumo y microcrédito lo ha hecho en 1,6% real.

El liderazgo de la cartera comercial se ha dado por los desembolsos de créditos preferencial, ordinario y de tesorería, con incrementos promedio anuales en el segundo trimestre de 60,4%, 26,4% y 9,8%, respectivamente. En el mismo período los recursos destinados para constructores de vivienda se redujeron 16,4% promedio anual.

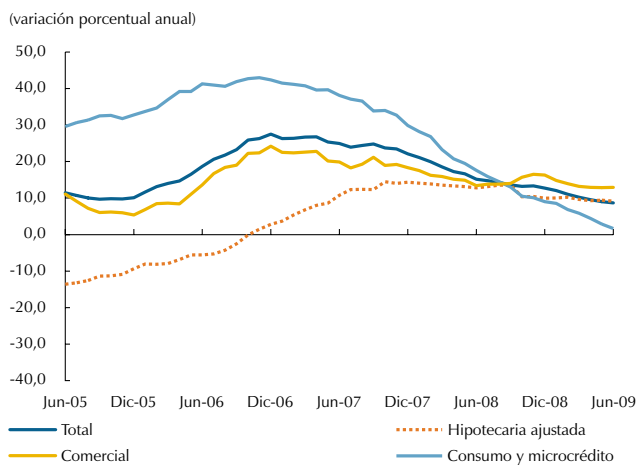
10 Al saldo de la cartera hipotecaria se le suman las titularizaciones de la cartera hipotecaria.

Gráfico 43

A. Cartera bruta con *leasing* en moneda legal, datos promedio mensual



B. Crecimiento real por tipo de cartera^{a/}



a/ Deflactado por el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

El declive en el crédito de consumo ha recaído en el componente para financiación de bienes durables, cuyos desembolsos durante el segundo trimestre del año descendieron a un promedio anual de 11,3%, mientras que los otorgados con tarjeta de crédito aumentaron 6,7% en promedio para el mismo período.

Las diferencias observadas en las tasas de crecimiento por categorías de cartera pueden tener una relación directa con el aumento del riesgo. En efecto, para la cartera de consumo el índice de mora en mayo alcanzó 8,35%, y el porcentaje de la cartera en riesgo (clasificada diferente de “A”11) llegó a 13,3% (Gráfico 44, paneles A y B).

Comparativamente, los mismos indicadores para el caso de las carteras hipotecaria y comercial han sido menores y con un deterioro más reciente. En mayo el índice de mora para la primera fue de 4,8%, mientras que para la comercial registró 2,9%. Sus carteras en riesgo se ubicaron en 10,6% y 8,1%, respectivamente (Gráfico 44, paneles A y B).

Los crecientes índices de mora y de cartera en riesgo de cada una de las modalidades han conducido a que tales indicadores para el total de la cartera a mayo se hayan elevado a 4,8% y 9,85%, respectivamente.

A pesar de los mayores niveles de riesgo registrados en las colocaciones, la solvencia del sistema financiero¹² es adecuada y se ha mantenido cerca al 25% desde noviembre de 2008. Esto ha sido resultado del aumento de las provisiones y capitalización de utilidades adelantadas por las entidades (Gráfico 44, panel C).

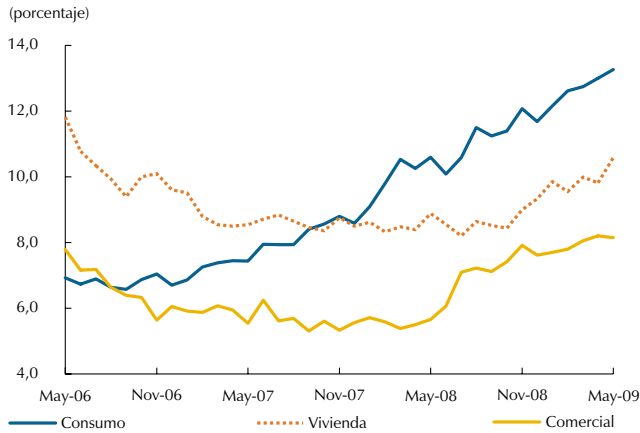
Finalmente, el crédito en moneda extranjera otorgado por la banca local continuó con una tendencia decreciente con caídas en el primer y segundo trimestres del año de US\$538 m y US\$639 m, respectivamente. De esta manera, el acumulado a seis meses presenta una caída de 35,9%, equivalente a una reducción anual de 42,5%. No obstante, el endeudamiento agregado externo del sector privado a mayo sólo disminuyó

11 El rango de riesgo se ordena de menor a mayor como B, C, D, E y F.

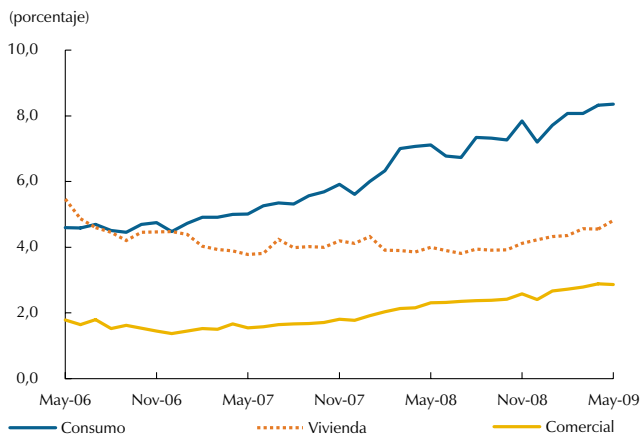
12 La solvencia del sistema financiero se mide como la relación entre la cartera de riesgo menos las provisiones a patrimonio.

Gráfico 44
Cartera vencida y en riesgo por modalidad

A. Cartera en riesgo



B. Índice de mora



C. Cartera en riesgo sin provisiones sobre patrimonio



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

3,5% en términos anuales, debido a que este sector utilizó otras formas de financiamiento (Gráfico 45)¹³.

3. Tasas de interés

En cada una de las sesiones sostenidas el 30 de abril y el 29 de mayo la JDBR acordó disminuir 100 pb la tasa de repos de expansión. El 19 de junio restó 50 pb adicionales a la tasa de política, con lo cual acumuló -250 pb en el trimestre. En esta última reunión la JDBR comunicó que, dada la información disponible, no se esperarían más rebajas en el futuro inmediato. En la reunión celebrada el 24 de julio la JDBR determinó por mayoría dejar inalterada la tasa de interés en 4,5%.

La disminución en la tasa de política se ha transmitido rápidamente a las tasas de interés del mercado interbancario, a las de captaciones a plazo y, especialmente, al costo de las colocaciones de crédito comercial. El impacto sobre las tasas de interés de los créditos para los hogares ha sido un proceso más lento.

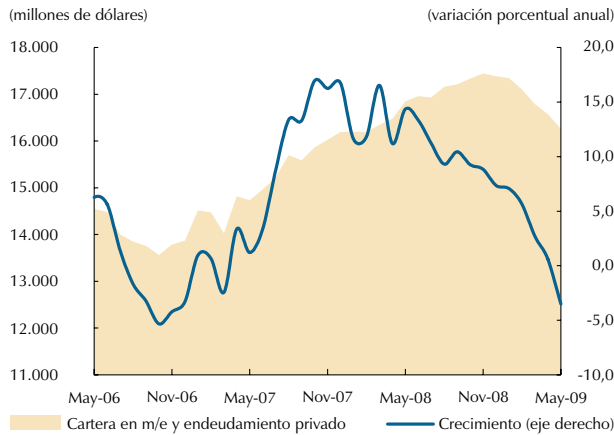
En el segundo trimestre la tasa interbancaria y el indicador bancario de referencia disminuyeron 250 pb, la tasa para los CDT lo hizo en 226 pb y la tasa para los depósitos de ahorro lo hizo en 122 pb. Con respecto a las tasas comerciales activas, las reducciones en los créditos fueron de 379 pb para los de tesorería, 341 pb para los ordinarios, 298 pb para los preferenciales y 221 pb en los créditos para constructores de vivienda.

Por su parte, la respuesta en los créditos destinados a los hogares fue menor a los recortes de la tasa de política. En el segundo trimestre, las disminuciones eran de 173 pb en créditos para consumo de bienes durables, 139 pb en los créditos hipotecarios y 43 pb en los créditos otorgados mediante tarjeta (Cuadro 8).

El ritmo de descenso de las tasas de interés nominales ha sido mayor que el de la inflación, y por ello se han

13 Por ejemplo, fuentes internacionales como préstamo de proveedores, operaciones de *leasing* y colocación de títulos de largo plazo en moneda extranjera. Con información hasta mayo el descenso de estas fuentes de financiación externa para el sector privado colombiano fue de US\$35 m, un monto marginal si se tiene en cuenta que su saldo se ubica en US\$13.851 m. En el mismo mes el saldo de la cartera en moneda extranjera de los bancos residentes en Colombia sólo era de US\$2.348 m.

Gráfico 45
Agregado de la cartera en m/e y endeudamiento del sector privado no financiero



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

visto importantes caídas en términos reales. Al descontar el IPC sin alimentos a la tasa de política, el resultado a junio se ubicó en 0,57%, un mínimo real que no se observaba desde 2003. Por su parte, la DTF real se sitúa en 1,2%, nivel inferior a cualquier valor presentado después de 2003 y menor que su promedio histórico¹⁴ (Gráfico 46).

En cuanto a la tasa real de colocación, calculada con la metodología del Banco de la República¹⁵, se registró un valor de 7,98%, inferior a su promedio histórico¹⁶ (Gráfico 47, panel A). Por su parte, la tasa real para crédito ordinario se ubicó en 8,37%, 318 pb inferior a su promedio histórico desde 2001 (Gráfico 47, panel B). Con respecto al resto de tasas activas reales, éstas

Cuadro 8
Tasas de interés nominales (datos promedio semanales)

	Dic. 19/08	Mar. 27/09 (porcentaje)	Jun. 26/09	Variación (puntos básicos)	
				Trimestral	Acumulada
Mercado interbancario					
Tasa de política	10,0	7,0	4,5	(250)	(550)
TIB	9,3	7,0	4,5	(250)	(479)
IBR ^{a/}	9,1	7,0	4,5	(250)	(460)
Mercado de depósitos					
CDT total	10,7	8,0	5,7	(226)	(496)
CDT corporativo	11,2	8,2	5,7	(252)	(551)
CDT oficinas	9,8	7,6	5,7	(193)	(406)
DTF	10,2	8,1	5,5	(259)	(465)
Depósitos de ahorro	5,0	4,4	3,2	(122)	(177)
Mercado de crédito					
Cartera comercial					
Crédito ordinario	17,8	16,3	12,8	(341)	(490)
Crédito preferencial	16,0	12,8	9,8	(298)	(618)
Crédito de tesorería	15,8	13,3	9,5	(379)	(630)
Crédito para constructores de vivienda	16,8	15,1	12,9	(221)	(396)
Cartera hogares					
Crédito hipotecario	17,3	16,3	14,9	(139)	(238)
Crédito de consumo	25,5	25,5	23,7	(173)	(181)
Crédito con tarjeta	31,0	30,2	29,8	(43)	(123)

a/ Indicador bancario de referencia.

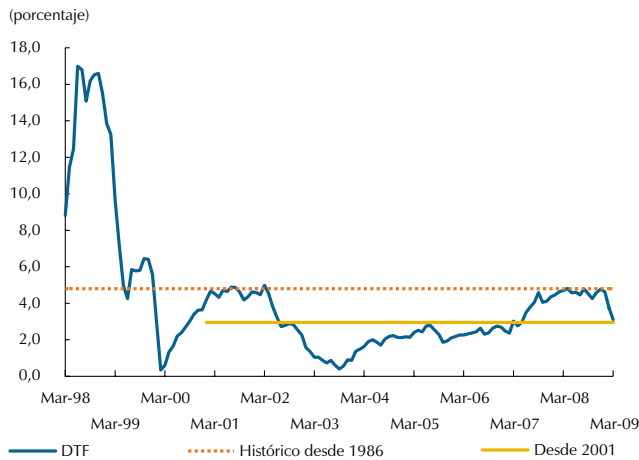
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

14 Los promedios históricos de la DTF real son 4,85% y 2,95%, según se tomen datos mensuales desde 1986 o desde 2001, respectivamente.

15 Tasa activa ponderada de incluir las tasas de la cartera comercial (con excepción de la tasa para constructores de vivienda) y el crédito de consumo.

16 Los promedios históricos de la tasa real de colocación son 12,39% y 9,99%, según se calculen a partir de 1986 o partir de 2001.

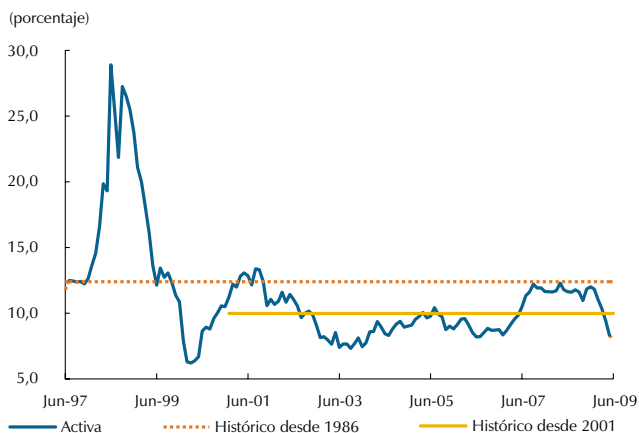
Gráfico 46
DTF real ^{a/}
(promedio mensual)



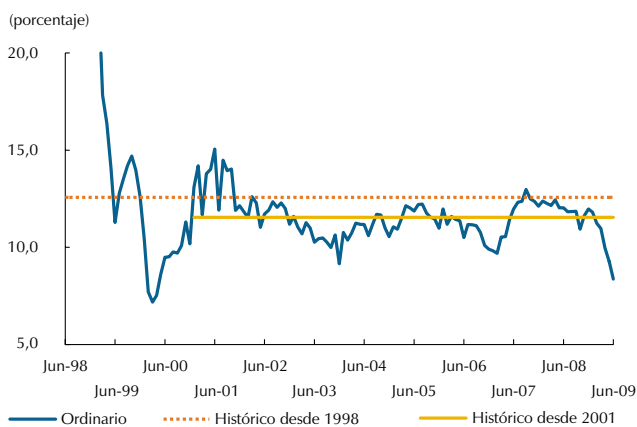
a/ Deflactado por el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 47

A. Tasa de interés activa ^{a/}, promedio mensual



B. Tasa de interés real del crédito ordinario ^{a/}, promedio mensual



a/ Deflactado por el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

se ubicaron cerca de los promedios calculados desde 2001: consumo 19,18% (promedio de 19,51%), preferencial 5,56% (promedio de 6,44%) y tesorería 5,17% (promedio de 5,42%).

4. Otros activos financieros

Durante el segundo trimestre de 2009 el mercado accionario mostró una fuerte valorización. Al cierre de junio el índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) se ubicó en 9,880 puntos, con un incremento trimestral de 23,1%, tendencia similar a los resultados observados en las principales bolsas del mundo y de la región (Gráfico 48, panel A).

Varios factores internos incidieron favorablemente sobre el valor de los activos financieros. Dentro de aquellos se encuentra la reducción de la tasa de interés de política, la respuesta en la misma dirección en las tasas de captación y, temporalmente, los vencimientos de TES y el posterior aumento de las disponibilidades en mercado financiero canalizadas, en parte, hacia el mercado bursátil.

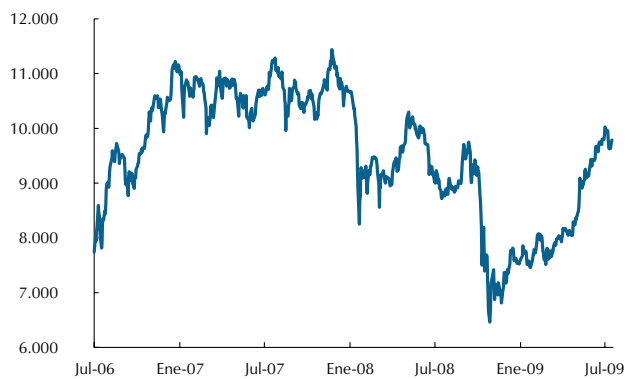
Por su lado, el mercado de deuda pública ha presentado importantes valorizaciones junto a un incremento en la pendiente de la curva de rendimientos. Así las cosas, a finales de junio la tasa a un año se ubicó en 5,75%, con un margen de 325 pb frente a los títulos a cinco años (tasa de 9%) y de 378 pb en relación con los de diez años (tasa de 9,38%). En marzo, dichas diferencias eran de 190 pb y 317 pb, respectivamente (Gráfico 48, panel B).

Como se mencionó en el Informe al Congreso de julio de 2009, los principales elementos que han llevado a la valorización de los títulos de deuda pública y a una mayor preferencia por títulos de corto plazo se debe, entre otros factores, a la preferencia internacional por liquidez y menor riesgo, a los anuncios realizados por el Gobierno sobre emisiones futuras de TES y al fuerte recorte de la tasa de interés de política desde diciembre de 2008.

Gráfico 48

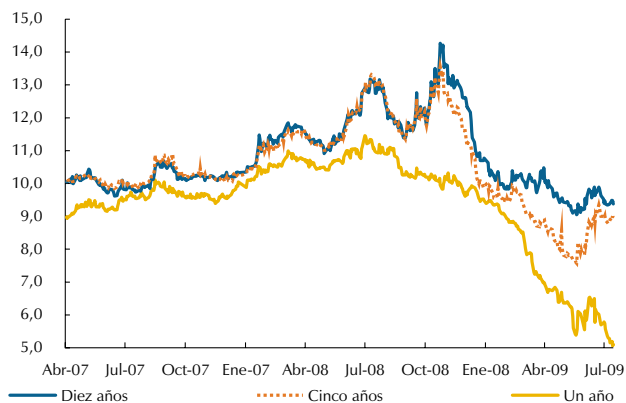
A. IGBC ^{a/}

(3 de julio de 2001 = 1.000)



B. Tasas de interés cero cupón

(porcentaje)



a/ Datos al 16 de julio de 2009.

b/ Datos al 15 de julio de 2009.

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

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

La economía global, y en especial la de los Estados Unidos, deberá presentar alguna reactivación en la segunda mitad del año. Sin embargo, el crecimiento se mantendría por debajo de su potencial por varios trimestres.

Los riesgos que pesan sobre la reactivación global continúan siendo altos, dado el fuerte deterioro del empleo y el alto endeudamiento de los hogares, sobre todo en los países desarrollados.

La economía colombiana deberá recuperarse a la par con la global. En este informe no se presentaron cambios en los pronósticos de PIB para 2009.

Hay una alta probabilidad de que la inflación termine el año por debajo de 4% y de que durante 2010 continúe en niveles compatibles con las metas de largo plazo.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

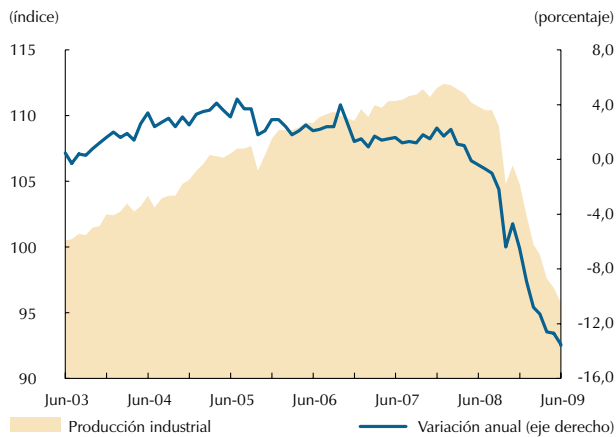
Con información disponible a junio, buena parte de los indicadores reales de actividad económica para las economías industrializadas y algunas emergentes continuaron decreciendo, aunque a un menor ritmo que lo observado en los dos trimestres pasados.

La economía mundial continuó contrayéndose en el segundo trimestre, de acuerdo con lo esperado en informes anteriores. Con información disponible a junio, buena parte de los indicadores reales de actividad económica para las economías industrializadas y algunas emergentes continuaron decreciendo, aunque a un menor ritmo que lo observado en los dos trimestres pasados. Estas dinámicas, junto con el repunte de algunos indicadores de confianza, insinúan que el retroceso de la actividad económica estaría terminando pronto; sin embargo, es difícil establecer el momento y la intensidad con la que se daría la recuperación.

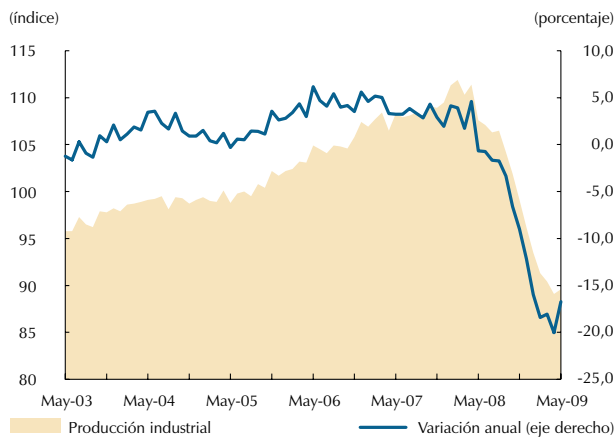
En las economías desarrolladas la actividad industrial y el comercio (tanto interno como externo) se deterioraron fuertemente en los últimos trimestres. Las contracciones presentadas han sido profundas y sin precedentes en varias décadas, aunque en meses recientes el ritmo de caída ha disminuido (Gráfico 49).

Gráfico 49
Producción industrial en algunas economías desarrolladas

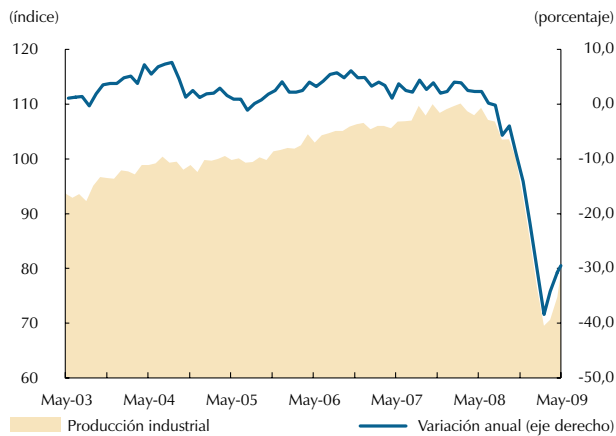
A. Estados Unidos



B. Zona del euro



C. Japón

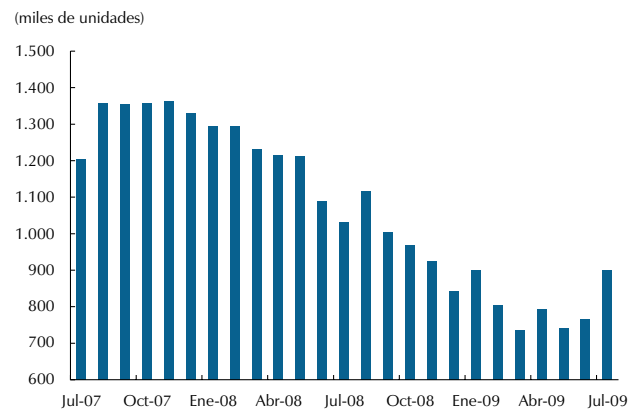


Fuente: Bloomberg.

En los Estados Unidos la producción industrial en junio se contrajo a un ritmo anual de 13%. Para la zona del euro y Japón se observó un leve repunte; sin embargo, los niveles se mantuvieron muy bajos, presentando contracciones anuales de alrededor del 16% y 29%, respectivamente. En cuanto al comercio exterior, a mayo el ritmo de caída para las exportaciones (nominales en dólares) se encontraba alrededor de 20% para los Estados Unidos y 25% para los países más grandes de la zona del euro. La situación más crítica era en la economía nipona, en donde las exportaciones caían a una tasa anual de 37% en mayo.

Con respecto al comercio interno, en el segundo trimestre las ventas estadounidenses al por menor parecen haberse estabilizado, mientras que en Japón se observó un repunte leve desde abril. En la primera economía se destaca el comportamiento de las ventas de vehículos, las cuales mostraron una mejoría a finales del segundo trimestre del año (Gráfico 50). La dinámica de este sector obedece en gran parte a un programa del gobierno para renovar el parque automotor¹⁷.

Gráfico 50
Ventas de vehículos en los Estados Unidos



Nota: serie desestacionalizada.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

17 El programa *car allowance rebate system* (CARS), con el cual el gobierno proporciona subvenciones para la sustitución de viejos vehículos por nuevos, contó inicialmente con fondos por US\$1.000 millones. Estos recursos fueron ejecutados en julio e incentivaron la compra de aproximadamente 250.000 vehículos. Actualmente, se discute en el Senado la aprobación de US\$2000 millones adicionales para la extensión del programa por varios meses más.

Gráfico 51
PIB de algunas economías desarrolladas
(trimestre anualizado)

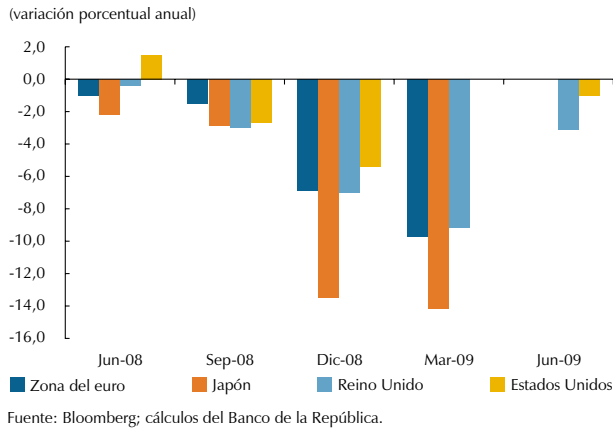
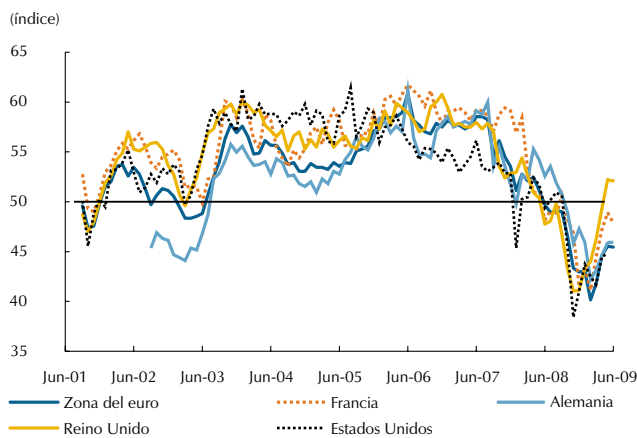
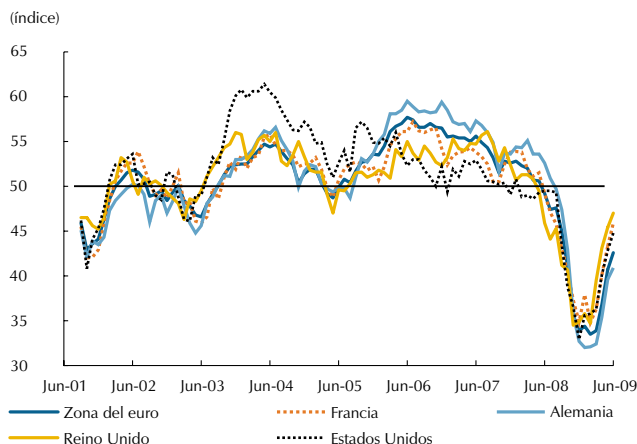


Gráfico 52
Índices de sentimiento empresarial en los Estados Unidos y Europa

A. Sector de servicios



B. Sector de la industria manufacturera



Notas:
 ISM: The Institute for Supply Management.
 PMI: Markit Purchasing Managers Index.
 Fuente: Bloomberg.

Los retrocesos en industria y comercio de los últimos meses siguieron golpeando al producto interno bruto (PIB) de los países desarrollados. Con cifras preliminares para el segundo trimestre, la economía estadounidense se contrajo 1,0% trimestre anualizado (t/a)¹⁸, en tanto que la del Reino Unido lo hizo en 3,1% t/a. Para las economías de Japón y la zona del euro todavía no se conocen datos de PIB para este período, pero los indicadores disponibles sugieren una caída de la producción, aunque menor que las presentadas a finales de 2008 y principios de 2009. Recientemente, también se realizaron algunas revisiones del crecimiento de varios países para los trimestres anteriores. En el caso estadounidense éstas fueron a la baja: para todo 2008 el PIB creció 0,4% (no 1,1%) y para el primer trimestre de 2009 lo hizo en -6,4% (no en -5,5%) (Gráfico 51).

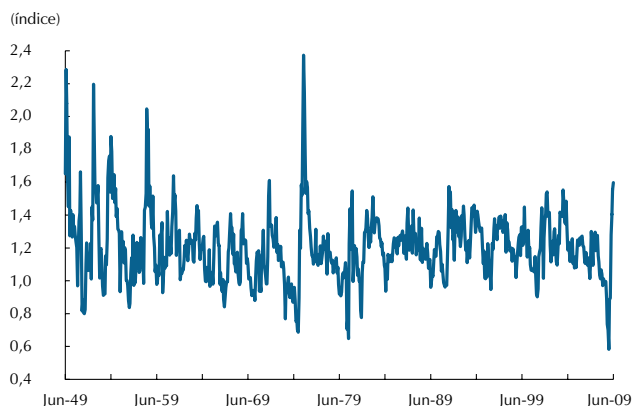
Pese a que no se observa un claro cambio de tendencia en las actividades relacionadas con la industria y el comercio, en este informe seguimos considerando que hay razones para pensar que la caída del producto en las economías desarrolladas podría estar llegando a su fin a partir el segundo semestre de este año. Algunas circunstancias que apoyan esta previsión son las mejoras en las condiciones financieras (como se menciona en el capítulo II), junto con el buen comportamiento de los indicadores de confianza y sentimiento de los agentes.

Por ejemplo, el comportamiento del sentimiento empresarial, tanto en el sector manufacturero como en el de servicios¹⁹, en las economías desarrolladas mostró un repunte significativo durante el segundo trimestre (Gráfico 52). El caso más notorio es el del Reino Unido, en donde la percepción y expectativas empresariales (en servicios) ya se encuentran en niveles que corresponden a una expansión de la producción. Por el lado de los hogares, los índices de confianza

18 Este dato corresponde a la primera revisión del Bureau of Economic Analysis (BEA).

19 En el caso estadounidense The Institute for Supply Management es una empresa que produce el indicador ISM, mientras que para el resto de economías desarrolladas, Markit produce el mismo indicador, pero se conoce como el purchasing managers' index (PMI). Niveles del índice superiores a 50 significan que la actividad industrial o de servicios, según sea el caso, se está expandiendo. Niveles inferiores a 50, señalan lo contrario, mientras que un nivel de 50 indica que la actividad no cambió.

Gráfico 53
Nuevos órdenes/inventarios en los Estados Unidos

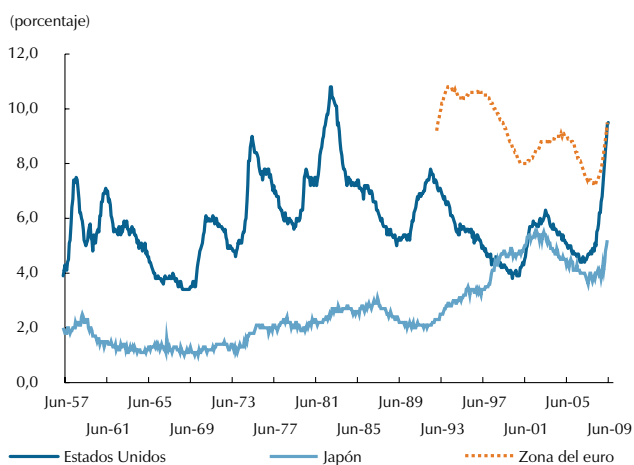


a/ Con base en el índice de sentimiento empresarial del ISM.
Fuentes: Bloomberg, The Institute for Supply Management (ISM); cálculos del Banco de la República.

también han mejorado, aunque en medio de una alta volatilidad.

Así mismo, la dinámica reciente de los inventarios y pedidos de las empresas también sugiere que el ciclo contractivo de la producción estaría terminando. Con respecto a esto último, las nuevas órdenes de pedidos de las empresas en los Estados Unidos retomaron una tendencia ascendente en los últimos tres meses. Dado el bajo nivel que han alcanzado los inventarios, el repunte de los pedidos tendrá que ser atendido aumentando la producción durante el segundo semestre. Con muy pocas excepciones, situaciones como ésta han marcado el inicio de la fase de recuperación en anteriores recesiones en ese país (Gráfico 53).

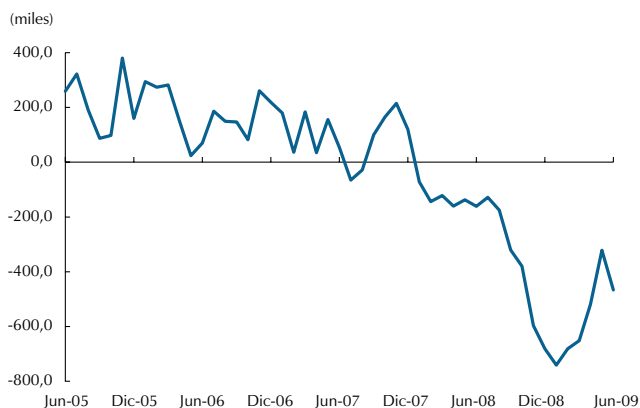
Gráfico 54
Tasa de desempleo en algunas economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Pese a lo anterior, la recuperación de las economías desarrolladas durante el segundo semestre del año debe ser muy lenta, y aún enfrenta riesgos muy importantes. Uno de ellos es el fuerte deterioro que se aprecia en el mercado laboral, debido al debilitamiento de la actividad económica, especialmente en sectores que en el pasado fueron altos generadores de empleo, como el financiero, el de comercio exterior, y en menor medida el industrial. El efecto acumulado del enorme retroceso de la demanda laboral ha hecho que las tasas de desempleo se incrementen a gran velocidad y alcancen niveles no vistos en varios decenios (Gráfico 54). En los Estados Unidos no hay signos claros de reversión en estas tendencias; por ejemplo: las peticiones de seguro de desempleo, aunque han disminuido frente a marzo, aún continúan en niveles muy elevados²⁰. Al tiempo, el informe de nóminas no agrícolas mostró una destrucción de empleo en junio mayor que la del mes anterior (Gráfico 55).

Gráfico 55
Creación de empleo neta en los Estados Unidos

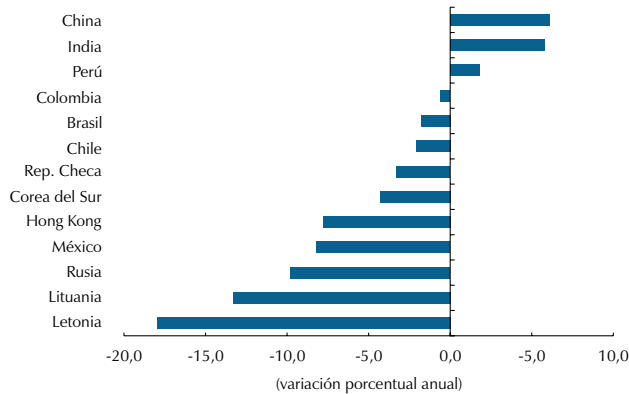


Fuente: Bloomberg.

Otro riesgo tiene que ver con la capacidad del consumo de los hogares para recuperarse luego de que se agoten las ayudas fiscales. En los últimos meses los hogares estadounidenses han comenzado a ahorrar, tratando de bajar sus altos niveles de endeudamiento y como precaución ante el deterioro de las condiciones laborales y

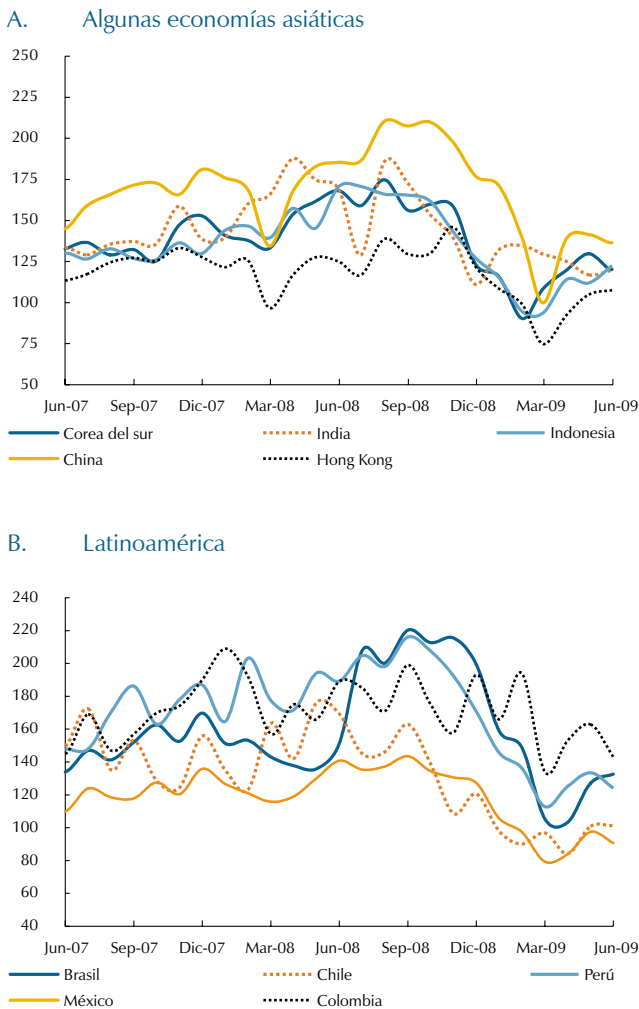
20 En marzo las solicitudes de seguro de desempleo alcanzaron las 658 mil peticiones, su máximo valor desde el inicio de la crisis. En el segundo trimestre se ha observado una reducción de alrededor de 42.000 solicitudes.

Gráfico 56
 PIB de algunas economías emergentes,
 primer trimestre de 2009



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 57
 Exportaciones en dólares de algunos países en desarrollo
 (índice enero 2006=100)



Fuentes: Bloomberg y DANE.

las posibles cargas fiscales futuras. Esta conducta puede limitar la expansión del consumo en el mediano y largo plazos. Adicionalmente, el crédito de consumo ha disminuido significativamente en los últimos meses, lo que dificulta el financiamiento del gasto de las familias (capítulo II).

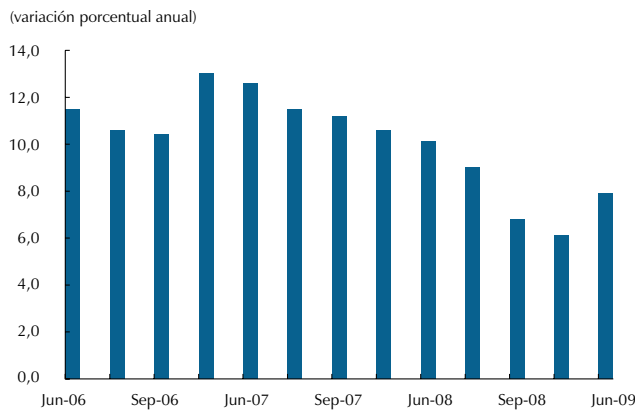
En cuanto a las economías emergentes, al iniciar el año la contracción del PIB fue generalizada (Gráfico 56). Las caídas fueron de mayor magnitud en los países de Europa del Este, lo que se explica por sus fuertes desequilibrios macroeconómicos y las vulnerabilidades de su sistema financiero. En Latinoamérica la contracción no fue tan fuerte, excepto por México²¹.

Las señales que exhiben diversos indicadores para el segundo trimestre son mixtas: por ejemplo, el sector del comercio internacional, que se vio altamente afectado por el endurecimiento del financiamiento externo al finalizar 2008, ha mostrado señales de estabilización, especialmente en el caso de algunas economías asiáticas como China, India y Corea (Gráfico 57). Para los países latinoamericanos no se ve una clara recuperación en este terreno, aunque no se han presentado mayores caídas.

Indicadores como producción industrial y ventas al por menor mantienen una alta volatilidad y una tendencia decreciente en la mayoría de países, con la notable excepción de China. En esta última economía la rápida intervención de las autoridades mediante una política fiscal expansionista ha permitido paliar los efectos de la crisis, ayudando a la recuperación de la demanda interna. Esto, unido al mejor desempeño de su comercio exterior, ha hecho posible que varios indicadores presenten una mejora importante en los últimos tres meses: tal es el caso de las ventas al por menor y de

21 En general, la crisis económica de los países desarrollados se ha transmitido con fuerza sobre los emergentes mediante tres canales: el real, el financiero y el de la confianza. Por medio del primero, la contracción económica en países desarrollados afectó las exportaciones de países emergentes vía precios, particularmente de las materias primas, y vía cantidades, dada la menor demanda por exportaciones. El segundo canal, mediante la disminución del crédito a nivel global, que se había convertido en uno de los pilares fundamentales para las transacciones internacionales, agudizó la reducción en el comercio mundial en niveles sin precedentes desde la posguerra. Por último, la confianza, por la cual los flujos de inversión han disminuido, junto con otras variables como el turismo.

Gráfico 58
PIB trimestral de China



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 9
Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales

	Observado			Proyecciones
	2006	2007	2008	2009 ^{a/}
Principales socios				
Estados Unidos	2,8	2,0	0,4	[(3,2) y (2,3)]
Zona del euro	2,8	2,6	0,8	[(4,9) y (3,3)]
Venezuela	10,3	8,6	4,8	[(1,5) y 0,5]
Ecuador	3,9	2,5	6,5	[(3,0) y (1,0)]
Otros socios				
Japón	2,4	2,1	(0,7)	(6,5)
China	10,4	11,2	9,9	6,5
Perú	7,6	9,0	9,8	2,7
México	4,8	3,2	1,3	(3,9)
Chile	4,3	5,1	3,2	(0,9)
Argentina	8,5	8,7	7,0	(1,9)
Brasil	3,8	5,4	5,1	(0,6)
Bolivia	4,8	4,6	6,2	1,7
Países desarrollados	3,0	2,7	0,8	(3,8)
Países en desarrollo	7,9	8,3	6,0	1,5
Total mundial	5,1	5,2	3,1	(1,4)

a/ El rango de pronóstico viene dado por un escenario optimista (techo del intervalo) y uno pesimista (piso del intervalo).

Fuentes: Datastream, Consensus, FMI y Banco de la República.

la producción industrial. Gracias a ello el crecimiento del PIB del segundo trimestre se aceleró y alcanzó una tasa anual de 7,9% (frente a 6,1% en el primero) (Gráfico 58).

Una de las noticias más importantes para Colombia y para la región con respecto a China es la reactivación que se observó recientemente en su demanda por materias primas. De consolidarse, podría ayudar a mantener los términos de intercambio para América Latina en las cifras actuales o, incluso, en niveles un poco más altos, aunque por debajo de los registros de mediados del año pasado.

Dado lo anterior, para este informe no se modificaron sustancialmente los pronósticos de crecimiento de nuestros socios comerciales. Para el caso de los Estados Unidos, en el informe de marzo el rango estaba entre -3,5% y -2,0%, con uno central en -2,5%; según el nuevo pronóstico del equipo técnico del Banco de la República actualmente estaría entre -3,2% y -2,3%, con un escenario central de -2,7%. Este último implicaría una reducción del PIB en el segundo trimestre mucho menor a la presentada en el primero, con una recuperación lenta a partir del tercer trimestre. Para Europa se espera un crecimiento entre -4,9% y -3,3%, con un centro de -4,1%. En el escenario central el crecimiento en 2009 para Venezuela es de 0% y para Ecuador de -2% (Cuadro 9).

La alta volatilidad registrada por los precios del petróleo y otras materias primas durante el segundo trimestre llevó a modificar sus pronósticos en este informe, situándolos en niveles más altos que lo previsto hace tres meses. En particular, para el petróleo West Texas Intermediate (WTI) se prevé un rango entre US\$50 y US\$60 el barril para 2009, con un escenario central de US\$55. En el informe anterior el rango estaba entre US\$40 y US\$56. Dichas proyecciones están asociadas con los pronósticos de crecimiento para los Estados Unidos (Cuadro 10).

De todas maneras, los precios de los bienes energéticos y agrícolas se mantienen por debajo de los niveles observados en 2008, permitiendo el descenso de la inflación total tanto en países desarrollados como emergentes. Esta tendencia ha sido menos clara en el caso de la inflación básica (Gráfico 59). La disminución significativa de las presiones, que muy

probablemente se prolongará por el resto del año, ha permitido a los bancos centrales mantener una política monetaria muy holgada. No obstante, como se mencionó en el capítulo II, existen algunas preocupaciones sobre los efectos inflacionarios de mediano y largo plazos de las políticas adelantadas por las autoridades económicas en países desarrollados.

Cuadro 10
Precios internacionales

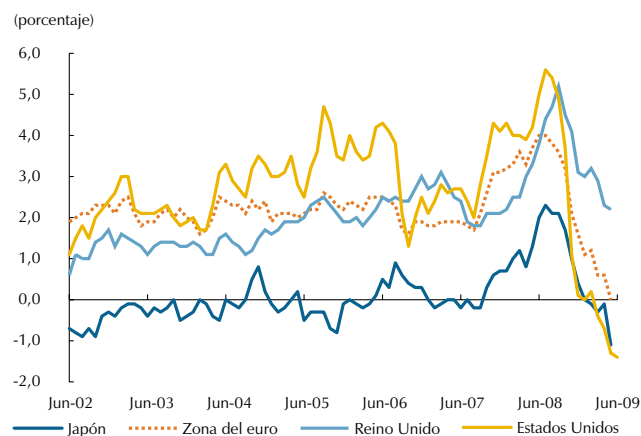
Producto	2005	2006	2007	2008	Proyección para 2009 ^{a/}	
					Escenario A ^{b/}	Escenario B ^{b/}
Café (ex dock) (dólares por libra)	1,20	1,18	1,26	1,44	1,20	1,80
Petróleo WTI (dólares por barril)	56,6	66,1	72,3	99,9	50,0	60,0
Petróleo (dólares por barril)	49,8	58,3	66,2	90,2	45,8	54,9
Carbón (dólares por tonelada)	47,8	48,0	50,8	83,4	55,6	65,0
Ferróniquel (dólares por libra)	2,4	3,6	5,5	3,4	1,6	2,6
Oro (dólares por onza troy)	445,0	604,6	696,9	873,0	875,0	975,2

a/ Balanza de pagos estimada en julio de 2009.

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

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 59
Inflación total en algunas economías desarrolladas
(variación anual)



Fuente: Bloomberg.

En síntesis, a pesar de las mejoras mencionadas en varios de los indicadores y de las condiciones de estabilización económica, tanto en los mercados financieros como en la actividad real, los riesgos que influyen sobre el crecimiento continúan siendo muy altos. Es probable que haya que esperar a que los desbalances macroeconómicos estructurales de las economías desarrolladas se ajusten para observar una recuperación sostenida del crecimiento en dichos países y en el mundo.

Por otro lado, si bien las políticas contracíclicas adelantadas por las autoridades económicas pueden contribuir en el corto plazo a una menor caída, también en el largo plazo pueden atentar contra la estabilidad macroeconómica. En el caso de los emergentes, la crisis ha golpeado con menor intensidad a buena parte de

Asia y América Latina y, aunque se esperan registros muy bajos o incluso negativos para varios de ellos, su recuperación debería ser más rápida que la de países desarrollados. Finalmente, gracias al dinamismo de su economía, China desempeñará un papel cada vez más importante en el ámbito de la economía mundial para lo que resta de 2009, y por lo menos en 2010.

B. BALANZA DE PAGOS

La balanza de pagos con corte a marzo de 2009 registró un déficit en cuenta corriente de US\$976 m (1,9% del PIB trimestral), inferior en US\$256 m al observado

La balanza de pagos con corte a marzo de 2009 registró un déficit en cuenta corriente de US\$976 m (1,9% del PIB trimestral).

para el mismo período de 2008. Esta reducción del déficit se originó en la mayor caída de los egresos corrientes (-US\$1.496 m) frente a la de los ingresos corrientes (-US\$1.239 m). En dicho período se observaron importantes disminuciones anuales tanto en el valor de la remisión de utilidades de las empresas con participación extranjera en el país (-24,6%) como en las importaciones de bienes y servicios (-9,4%). En cuanto a los ingresos, los principales descensos (en términos anuales) se observaron en las exportaciones de bienes y servicios (-11,1%) y en las entradas por remesas de trabajadores (-4,1%). Dicho déficit fue financiado ampliamente con entradas netas de inversión extranjera directa (IED) (2,7% del PIB). De esta forma, la cuenta financiera contabilizó un superávit de US\$1.183 m (2,3% del PIB trimestral) siendo menor en US\$541 m al registrado durante el primer trimestre de 2008.

Para 2009, con la incertidumbre que persiste sobre la desaceleración de la economía mundial (y en especial para nuestros socios comerciales: Ecuador, Venezuela, Estados Unidos y Europa) y sobre los precios de los commodities (petróleo, carbón, ferróníquel y café), se consideraron varios escenarios de la balanza de pagos afines con los rangos de pronósticos contemplados en la sección anterior (cuadros 9 y 10). En cuanto a los flujos financieros, se espera que algunos proyectos de inversión extranjera en Colombia no se ejecuten, dadas las restricciones de acceso a los mercados de capitales. Por esta razón, es probable una reducción de los flujos de capital hacia Colombia para 2009. Adicionalmente, se consideran los recursos externos ya obtenidos por el Gobierno para financiar el déficit fiscal de 2009, los cuales ascienden a US\$3.985 m (de acuerdo con lo anunciado en el Marco Fiscal de Mediano y Largo Plazo [MFMLP], del Ministerio de Hacienda y Crédito Público)²².

Como resultado de lo anterior, para 2009 es factible esperar una caída importante de los ingresos en dólares por exportaciones, la cual podría estar entre 18% y 27%²³. Dicho descenso estaría explicado principalmente por las menores ventas de productos tradicionales. Así mismo, se estima una disminución en la compra de productos importados, entre 8% y 19%, acorde con la desaceleración de la economía colombiana. De otro lado, los pronósticos de las remesas de trabajadores señalan una posible contracción entre 12% y 18% anual, dependiendo del tamaño de la desaceleración económica de los países desde donde se originan (los Estados Unidos y España, principalmente).

Los pronósticos del Banco de la República muestran una ampliación del déficit en cuenta corriente del país para 2009.

Dado lo anterior, los pronósticos del Banco de la República muestran una ampliación del déficit en cuenta corriente del país para 2009, el cual podría fluctuar entre 2,9% y 3,4% del PIB, dependiendo principalmente de cuál sea el impacto de la recesión de la economía mundial sobre las exportaciones totales colombianas. Por el lado del financiamiento, esto tendría lugar en un contexto de menor IED y menores inversiones financieras de colombianos en el exterior.

22 No se considera los recursos de la línea de crédito aprobada por el Fondo Monetario Internacional (FMI), los cuales ascienden a US\$10.400 m.

23 Sin considerar el impacto de las recientes medidas tomadas por Venezuela y Ecuador, lo que afectará el comercio bilateral de bienes y las inversiones.

Los indicadores disponibles para el segundo trimestre sugieren que la actividad económica se mantiene débil; sin embargo, en algunos de ellos se observan signos de quiebra en las transacciones.

C. CRECIMIENTO INTERNO

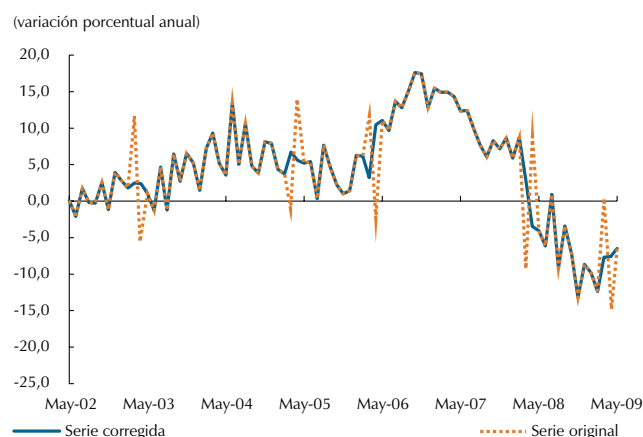
1. Segundo trimestre de 2009

Para el segundo trimestre del año los indicadores de actividad económica disponibles sugieren que la economía colombiana se mantiene débil y que muy probablemente ha seguido cayendo en términos anuales. Sin embargo, en algunos de ellos se observan signos de quiebre en estas tendencias, los cuales deberían consolidarse en el segundo semestre del año de acuerdo con lo previsto en este informe.

Por el lado de la oferta, en donde se dispone de mayor cantidad de información, la producción industrial publicada por el DANE para mayo señaló una caída anual de 6,5% frente a 9,1% en el promedio de los cuatro meses anteriores. Los registros más recientes de crecimiento anual sobre industria han mostrado mayor volatilidad por los cambios en el número de días hábiles entre meses, generados por el traslado de Semana Santa de abril a marzo el año pasado. Al corregir la serie de la producción industrial por días hábiles, el crecimiento anual sigue en terreno negativo, pero mostrando caídas cada vez menores, lo cual sugiere que la contracción de la producción industrial en términos anuales ya habría tocado fondo. A pesar de lo anterior, se espera que el crecimiento anual del PIB industrial en el segundo trimestre esté un poco por debajo que el del primero²⁴ (Gráfico 60).

También para la industria, el indicador de confianza de los empresarios obtenido a partir de las preguntas sobre pedidos, existencias, y expectativas de producción de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo a mayo continuó oscilando en niveles bajos. Sin embargo, su tendencia mostró un ligero quiebre que fue el resultado de un repunte del componente de expectativas. Los indicadores de pedidos no muestran una recuperación clara.

Gráfico 60
Crecimiento anual de la producción industrial sin trilla de café (serie original vs. serie corregida por días hábiles en Semana Santa)



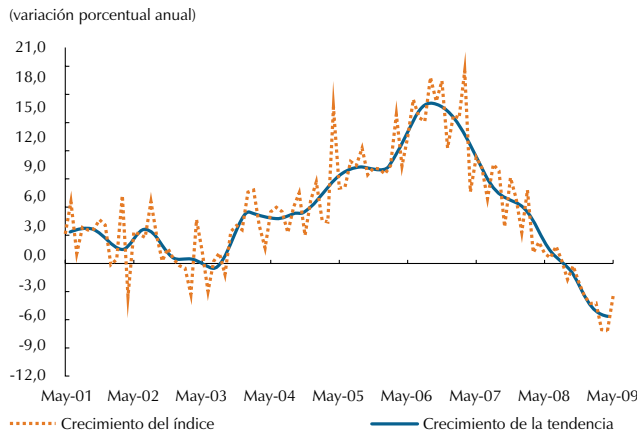
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En la construcción, a mayo, la producción de cemento se redujo en términos anuales 10,3%, menos que en el promedio del primer trimestre (17,5%). Sin embargo, las licencias continúan cayendo a tasas muy elevadas (28%) especialmente las destinadas a vivienda. En lo que respecta a la demanda de energía total, ésta creció en junio solo 0,8%, frente a 1,6% en mayo. Para el total del segundo trimestre su crecimiento anual fue de 0,3%, menor que el observado en el primero (0,8%).

Por el lado de la demanda, las ventas al por menor (que guardan una correlación con el consumo de los

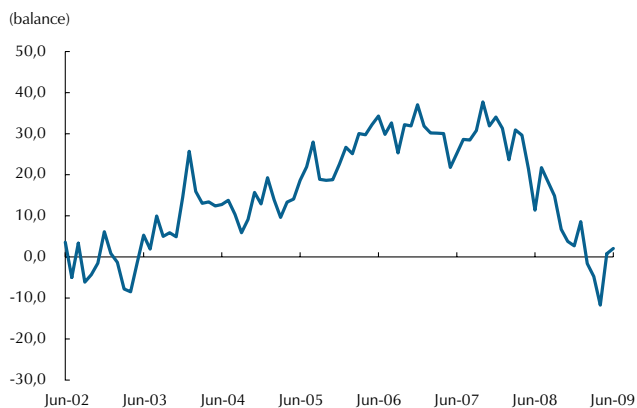
24 Las cifras del PIB trimestral publicadas por el DANE no incluyen la corrección por días hábiles, y por tanto son afectadas por efecto de Semana Santa mencionado. Dicho traslado tuvo un impacto positivo sobre el crecimiento anual para marzo de este año (primer trimestre), pero uno negativo para abril (segundo trimestre).

Gráfico 61
Comercio al por menor sin combustibles



Fuente: DANE (MMCM); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 62
Índice de confianza al consumidor (2 + 3)



Fuente: Fedesarrollo

hogares) registraron una contracción anual en mayo de 3,5%, menor que la de meses anteriores (alrededor de -7% en abril y marzo). Este indicador siguió muy afectado por la fuerte caída en las ventas de vehículos: cuando éstas últimas se excluyen, el índice de ventas alcanza a crecer 0,3% anual en mayo (Gráfico 61).

Por otra parte, el indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo mostró un ligero repunte en junio al comparársele con los valores registrados en mayo, pero especialmente en abril. A pesar de ello, su nivel se mantiene por debajo de lo observado en los últimos cinco años (Gráfico 62). De cualquier manera, su recuperación coincide con los signos de quiebre presentados en las ventas al por menor para mayo y puede señalar que el deterioro del consumo de los hogares estaría llegando a su fin.

Finalmente, las importaciones en dólares, cuya dinámica está muy ligada a la demanda interna, se contrajeron a un ritmo anual de 23,5% en el segundo trimestre, más que en el primero (9,5%). La disminución más importante en las compras totales durante el segundo trimestre se presentó en los bienes intermedios y materias primas adquiridos a los Estados Unidos, en especial de productos mineros y farmacéuticos. Las importaciones de bienes de consumo también cayeron en términos anuales (17,9%), y de manera más acentuada que el primer trimestre.

En cuanto a la demanda externa, el panorama es más desalentador. Como se presenta en la página siguiente, la caída de las exportaciones en dólares se aceleró en el segundo trimestre, y esto no ocurrió solamente por menores precios de las materias primas, sino también por contracciones en volúmenes y valores exportados de productos manufacturados a diferentes destinos, pero sobre todo a los Estados Unidos, Venezuela y Ecuador. Además de la disminución de la demanda mundial, las restricciones comerciales han afectado el desempeño de las ventas al exterior.

Así las cosas, es probable que en el segundo trimestre de 2009 se presente nuevamente un crecimiento negativo del PIB anual; esto, por cuenta de una demanda externa aún retrocediendo y de una interna que continuaría mostrando un comportamiento débil y similar al del primer trimestre. Al crecimiento anual negativo contribuiría también el efecto de Semana Santa mencionado, cuyo impacto se sentiría ante todo en sectores como el industrial y el de transporte.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

A mayo de 2009 las exportaciones totales en dólares registraron un descenso anual de 17,7%, debido a una caída de 10,3% en las exportaciones no tradicionales (con oro) y de 24,0% de las tradicionales.

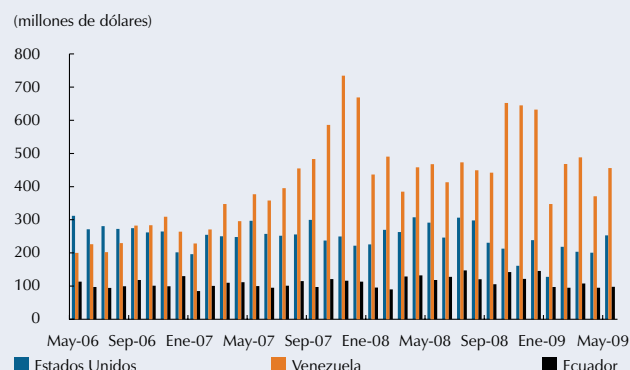
En el grupo de productos tradicionales el carbón fue el único que exhibió una tasa anual positiva (17,4%), mientras que el petróleo y sus derivados, el ferroníquel y el café presentaron caídas anuales de 40%, 39% y 23%, respectivamente; las cuales se originaron en los menores precios implícitos mas no en los volúmenes exportados (excepto en los casos de café y carbón)¹.

Por destino, las exportaciones no tradicionales en dólares registraron una dinámica pobre en relación con el mismo período de 2008 (Gráfico A). Dichas ventas a Venezuela exhibieron una caída de 4,7% anual a mayo de 2009, la cual es significativa si se compara con el comportamiento un año atrás, cuando presentaron un incremento de 47%. En particular, los sectores de confecciones, material de transporte y alimentos y bebidas registraron descensos importantes debido a las restricciones comerciales. De la misma manera, las ventas de exportaciones no tradicionales (sin oro) a los Estados Unidos presentaron un crecimiento anual negativo de 26,0% frente a una tasa anual positiva del 8,9% registrada durante el mismo período de 2008². En especial, las exportaciones industriales a este país siguen muy afectadas, pues cayeron 31,7% anual durante los cinco primeros meses del año, sin señales claras de recuperación en el segundo trimestre.

El comportamiento de las exportaciones no tradicionales se vio también significativamente afectado por las ventas hacia Ecuador y hacia el resto de países, excluidos Venezuela y los Estados Unidos. En efecto, a mayo de 2009 las exportaciones registraron un descenso anual de 12,8% a Ecuador y de 15,9% al segundo grupo de países. En el caso de Ecuador todos los sectores registraron caídas importantes excepto hilados y tejidos y maquinaria y equipo. Para el resto del mundo todos los sectores registran contracciones en términos anuales, excepto banano, confecciones y maquinaria y equipo.

- 1 Vale la pena mencionar que el descenso del valor exportado de los productos tradicionales estuvo explicado principalmente por una contracción de 27,5% de las ventas de petróleo y derivados al mercado estadounidense, por cuenta del menor precio del crudo.
- 2 Si se consideran las ventas de oro a los Estados Unidos, las exportaciones no tradicionales a dicho destino registran una caída anual de 12,3% a mayo de 2009 frente a un crecimiento positivo de 16,7% para el mismo período de 2008.

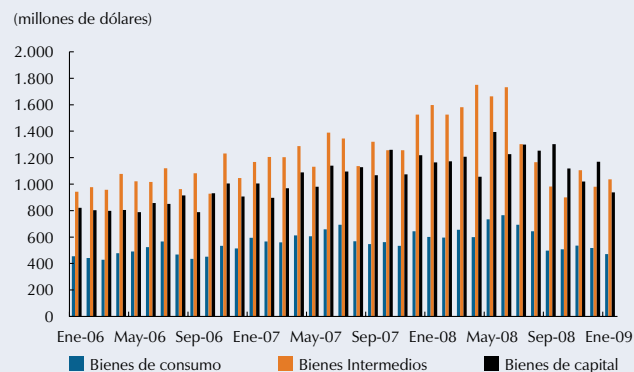
Gráfico A
Exportaciones no tradicionales sin oro hacia los Estados Unidos, Venezuela y Ecuador



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

Finalmente, las importaciones totales (CIF) en lo corrido a mayo de 2009 registraron una contracción de 16,3% frente al mismo período de 2008. Por tipo de bienes (según la clasificación por uso o destino económico [Cuode]), dicha desaceleración ha sido, en parte, explicada por el grupo de bienes intermedios, que pasó de crecer 27,6% en lo corrido a mayo de 2008 a caer 28,1% anual para el mismo período de 2009. Los bienes de consumo, por su parte, registraron tasas anuales de -12,5% a mayo de 2009 frente a 14,2% en 2008. Así mismo, los bienes de capital mostraron una reducción anual de 4,1% en 2009, frente al incremento anual de 24,8% registrado durante el mismo período de 2008 (Gráfico B). Con todo, la composición porcentual de las importaciones se ha modificado entre bienes de capital y materias primas. Así, los bienes de capital pasaron de representar el 37% del valor total importado a mayo de 2008 a ser 42% en 2009, las materias primas pasaron de 45% a 38%, mientras que los bienes de consumo han mantenido su participación (19%).

Gráfico B
Importaciones de bienes



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

Para lo que resta de 2009 el comportamiento de la economía colombiana dependerá en buena parte de la evolución de la crisis económica internacional, así como de la presencia de choques exógenos.

Dado lo anterior, para este informe se estima que el crecimiento anual del segundo trimestre se situaría en un rango entre -1,4% y -0,4%. Estas proyecciones presuponen que los PIB de consumo público y de las obras civiles se mantienen en niveles muy similares a los observados durante el primer trimestre. En niveles, los pronósticos anteriores no implican cambios sustanciales frente al dato observado en marzo; esto, siempre que el DANE no revise las cifras históricas.

2. Perspectivas para todo 2009 y 2010

Para lo que resta de 2009 el comportamiento de la economía colombiana dependerá en buena parte de la evolución de la crisis económica internacional, así como de la presencia de choques exógenos relacionados principalmente con las restricciones comerciales anunciadas por Venezuela y Ecuador. En este informe, sin embargo, tan solo se contemplaron las restricciones divulgadas hasta mediados de año, pero no se consideraron las adicionales anunciadas por el gobierno de Venezuela a finales de julio, y cuyos efectos son aún difíciles de cuantificar.

De acuerdo con lo que se presentó en la primera parte de este capítulo, las proyecciones de PIB para Colombia suponen que el crecimiento mundial y en particular el de los Estados Unidos entraría en terreno positivo durante el tercero y cuarto trimestres de este año. No obstante, el ejercicio tiene en cuenta la alta incertidumbre que aún rodea la recuperación externa, lo que se refleja en el intervalo de pronóstico que acompaña el pronóstico central. Al respecto, conviene señalar que los cambios en los supuestos de crecimiento externo no fueron significativos frente a lo presentado en el informe de pasado.

Como es usual, los límites superior e inferior del intervalo se obtuvieron teniendo en cuenta los escenarios externo y de balanza de pagos presentados. Los principales supuestos son:

- Para el techo: en este caso se espera que los Estados Unidos presenten una tasa de crecimiento del PIB de -2,3% en 2009 y que el déficit en cuenta corriente para Colombia sea de 3,4% como porcentaje del PIB. Por su parte, el consumo público crecería 2% en el año, mientras que la inversión en obras civiles lo haría a una tasa de 15%.
- Para el piso: el PIB de Estados Unidos se contrae 3,2%, mientras que el déficit en cuenta corriente colombiano sería del orden del 2,9% del PIB. El consumo y la inversión pública (obras civiles) crecerían 1% y 8%, respectivamente. Así, el consumo público se expandiría a tasas similares a las observadas el año anterior, en tanto que la inversión en obras civiles lo haría a un ritmo mucho mayor.

Las proyecciones de PIB para Colombia suponen que el crecimiento mundial y en particular el de los Estados Unidos entraría en terreno positivo durante el tercero y cuarto trimestres de este año.

Todos los escenarios propuestos suponen que el sistema financiero colombiano continúa siendo solvente, y así permanecería todo el año, es decir, el sistema financiero no ha sufrido ni lo hará significativamente como consecuencia de la crisis

internacional. De esta manera, se mantiene activo el canal de crédito, lo cual asegura la efectividad de la política monetaria.

Los principales resultados del ejercicio son:

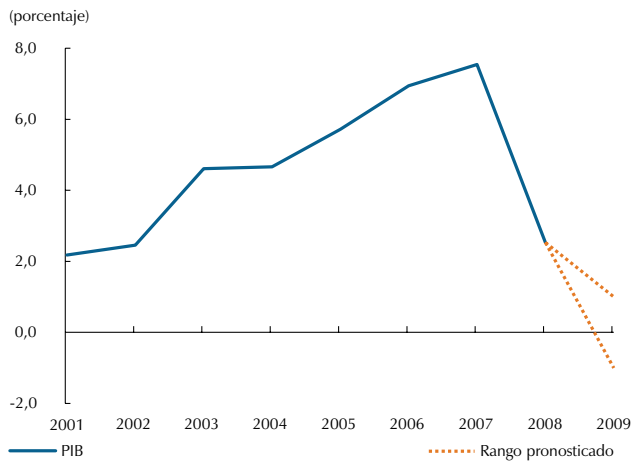
1. En 2009 el consumo total aumentará sólo en los escenarios más favorables. En el resto, el consumo total tiene un crecimiento de cero o cae poco. En general, este gasto estará impulsado, en mayor medida, por el comportamiento del consumo público. Al respecto, se supone que tal consumo recuperaría cierta dinámica en el segundo semestre frente a lo observado en el primero. Por el lado del consumo de los hogares, se prevé un crecimiento negativo o nulo en todos los escenarios, aunque con una mejor dinámica en el segundo semestre explicada, entre otros factores, por el aumento en los precios del café, por la ampliación de subsidios del Gobierno, por una menor inflación y por el efecto de la disminución en las tasas de interés promovida por la JDBR desde finales del año pasado.
2. En todos los casos se espera una caída anual de la inversión privada en el presente año como consecuencia de los excesos de capacidad instalada que hoy registra la economía y que vienen acompañados de una débil demanda tanto interna como externa. La contracción de la inversión privada llevaría a un crecimiento negativo en la inversión total, pese a que se espera que la inversión en obras civiles muestre un mayor dinamismo este año debido a una creciente ejecución de planes de infraestructura vial por parte de los municipios y del Gobierno central, así como por un aumento en las inversiones del sector minero.
3. En el comportamiento del sector externo es donde se aprecia con mayor claridad los efectos de la crisis internacional. Para el comercio exterior, en general, en todo 2009 se prevén caídas. En particular, para las importaciones se espera un crecimiento negativo en lo que resta del año y en el año completo. Esto, a pesar de las mayores compras que ha realizado y seguirá haciéndolo el sector petrolero para sus planes de exploración. Con relación a las exportaciones, en el segundo semestre del año se espera una leve recuperación en los niveles, lo que no impedirá que para todo 2009 el crecimiento sea negativo. Estas previsiones incluyen las restricciones comerciales impuestas por Venezuela y Ecuador antes de julio de este año.

Con base en todo lo anterior, el rango de pronóstico para el PIB de todo 2009 no se modificó frente a lo reportado en el informe de marzo: este se sitúa entre -1% y 1% (Gráfico 63). Dicho intervalo es consistente con una recuperación del ritmo de actividad económica durante el segundo semestre del año. Las restricciones comerciales anunciadas en julio por Venezuela, de llegarse a materializar, implicarían un sesgo en el crecimiento hacia la parte inferior de dicho intervalo.

Como apoyo de los resultados mencionados, cabe señalar un indicador de actividad económica calculado por el banco, el índice mensual de actividad económica

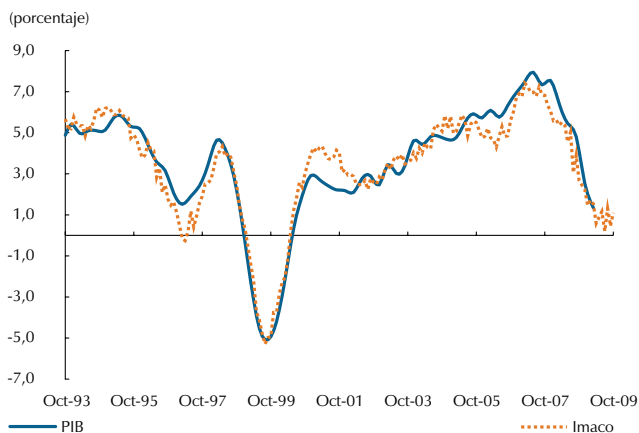
El rango de pronóstico para el PIB de todo 2009 no se modificó frente a lo reportado en el informe de marzo: este se sitúa entre -1% y 1%.

Gráfico 63
Pronósticos de crecimiento del PIB para 2009



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 64
Imaco (líder 5 meses del PIB) y crecimiento acumulado 4 trimestres del PIB



Fuente: Cálculos del Banco de la República.

de Colombia (Imaco), anticipa una recuperación del crecimiento a partir de la segunda mitad de este año, aunque a un ritmo lento. El Imaco ha venido siendo estimado por el Banco desde hace un año y ha mostrado señales consistentes para predecir la dirección del PIB (Gráfico 64). La metodología se describe en el Recuadro 1.

Para este informe se efectuó, por primera vez, un ejercicio de pronóstico del PIB de 2010. En él se supone que la economía mundial y la de los Estados Unidos en particular estarían en la fase de recuperación del ciclo y que sus crecimientos se situarían en terreno positivo, aunque a tasas menores que las históricas promedio. En este contexto los precios de los bienes exportados por el país se mantendrían o aumentarían un poco frente a lo previsto para el promedio de 2009. Para la balanza de pagos se esperaría un déficit en cuenta corriente similar al de 2009, con unas transferencias que aumentarían levemente frente al presente año. En cuanto al consumo público y la inversión en obras civiles, se supone una expansión de 2,5% y 12%, respectivamente. Dados estos supuestos, el crecimiento en Colombia podría situarse en un rango entre 2% y 4%. Este intervalo está por encima de lo observado y esperado para los dos años anteriores, pero es inferior que el crecimiento histórico promedio de las últimas tres décadas.

D. PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

1. Pronósticos

En los últimos seis meses la inflación anual al consumidor en Colombia ha descendido de manera importante, superando las expectativas del mercado y las proyecciones de anteriores *Informes sobre Inflación*. Tal caída es atribuible, en parte, a un excelente desempeño en el precio de los alimentos y, en este sentido, puede tener un componente transitorio asociado con una amplia oferta de alimentos primarios en el país. Pero también a esto contribuyó una reducción significativa en el ritmo de ajuste de los precios de los rubros no transables (sin alimentos ni regulados) y de los regulados, que estuvo acompañada por una descenso de las expectativas, razón por la cual puede afirmarse que tiene un componente permanente. Por otro lado, aunque el riesgo de unos mayores precios de combustibles y algunas materias primas, identificado en el balance de riesgos en el informe anterior, se materializó en los últimos meses, sus efectos sobre los costos y los precios internos estuvieron frenados en buena parte gracias a la apreciación del peso.

En el actual reporte todavía se considera que la inflación anual dejaría de bajar durante el tercer trimestre de 2009 y que repuntaría hacia el cuarto, y especialmente durante la primera mitad de 2010.

Lo anterior, unido a la alta inercia que ha exhibido en el pasado la inflación en Colombia, se tradujo en una disminución de la inflación prevista para lo que resta del año, frente a lo presentado en el informe de marzo. Pese ello, en el actual reporte todavía se considera que la inflación anual dejaría de bajar durante el tercer trimestre de 2009 y que repuntaría hacia el cuarto, y especialmente durante la primera mitad de 2010.

A pesar de los cambios anotados, lo que determina de la inflación en Colombia para un horizonte de uno a dos años no se ha modificado sustancialmente en los últimos meses. Los pocos ajustes frente a esto fueron:

1. Se esperan menores presiones hacia la depreciación del tipo de cambio en los próximos trimestres, debido a unos términos de intercambio más favorables, a mayores entradas de capital para financiar inversión en el sector petrolero, comparadas con las contempladas anteriormente y a una menor percepción de riesgo hacia el país y algunos otros países emergentes. En principio, esto repercutiría en menores ajustes de precios de los bienes transables.
2. Se aumentó el pronóstico de los precios internacionales de materias primas y de bienes importados, teniendo en cuenta los incrementos observados en meses recientes. Los nuevos ajustes tendrían un mayor impacto sobre los precios internos de bienes transables y de bienes y servicios regulados (combustible, transporte público, energía). Este supuesto contrarresta buena parte del efecto de la menor depreciación, especialmente durante la segunda mitad de 2010.
3. Mayor inflación de alimentos para 2010, especialmente en el primer semestre. Dicho aumento se explica porque se espera una oferta de alimentos relativamente débil en respuesta a las fuertes caídas en los precios o en su variación anual presentadas en el primer semestre del año. En el pasado ha sido usual que los bajos precios de alimentos desestimulen su producción en el período siguiente, por lo cual los precios tienden a aumentar.

Por su parte, los determinantes más importantes que se mantuvieron inmodificados o presentaron cambios pequeños fueron:

1. Lo que se espera del contexto externo no se modificó sustancialmente, excepto por los precios internacionales de las materias primas (tal como se comentó). Los pronósticos de inflación siguen suponiendo una lenta recuperación de la economía mundial a partir del segundo semestre del año y durante 2010. En este entorno, las tasas de interés externas se mantendrían por debajo de sus promedios históricos. Por otro lado, al igual que en el informe anterior, en éste se tuvieron en cuenta las restricciones comerciales impuestas por algunos socios comerciales, pero sólo las que fueron anunciadas antes de julio de este año.

Las condiciones internas y externas mencionadas apuntan a una inflación que se mantendría fácilmente dentro del rango meta de largo plazo anunciado por la JDBR (entre 2% y 4%) durante este año y el siguiente.

2. El crecimiento económico, cuyo pronóstico no se modificó para 2009 (entre -1% y 1%), en vista de que las previsiones efectuadas en el informe anterior se verificaron en su mayor parte. Los efectos de la crisis externa se habrían sentido con fuerza durante la primera mitad del año, y para el segundo semestre se espera alguna recuperación con base en un panorama externo un poco más despejado y gracias a las reducciones en tasas de interés internas y a una inversión pública dinámica. Aún así, el crecimiento interno será bajo y por lo tanto no presionará al alza los precios.
3. Los excesos de capacidad productiva se mantienen en niveles amplios y la brecha del producto es negativa, aunque un poco menos holgada que la prevista en el informe anterior. Esto último debido a que, como se comentó en el capítulo I, se estaría dando una desaceleración del PIB potencial un poco mayor que la estimada inicialmente. Aún así, los efectos de esta modificación sobre los precios son marginales este año y el próximo, por lo que se siguen esperando escasas presiones inflacionarias de demanda.

Las condiciones internas y externas mencionadas apuntan a una inflación que se mantendría fácilmente dentro del rango meta de largo plazo anunciado por la JDBR (entre 2% y 4%) durante este año y el siguiente. Este hecho, sin embargo, no excluye la presencia de algunos repuntes moderados relacionados con choques transitorios en los precios de los alimentos y regulados o con una aceleración de la depreciación del peso.

En particular, se considera que la inflación anual al consumidor (según la senda central de pronóstico) debería aumentar ligeramente a partir del tercero o cuarto trimestres de este año, y sobre todo en la primera mitad de 2010, impulsada por una mayor variación en los precios de los alimentos más perecederos por razones asociadas con el ciclo agrícola (tal como se señaló). Para finales del próximo año la variación de alimentos deberá converger nuevamente a las metas de largo plazo.

Con respecto a la inflación básica, y específicamente al IPC sin alimentos, los pronósticos indican que esta descenderá un poco en los dos trimestres del año que restan, y que para 2010 oscilará en torno de valores inferiores al techo del rango meta de largo plazo, pero tendiendo a situarse por encima de su punto medio.

La disminución que ya se ha observado en la inflación deberá ayudar a anclar las expectativas y a frenar los aumentos de precios vía los mecanismos de indexación.

Su estabilidad en rangos bajos es posible porque se prevé una reducción significativa de la variación anual del IPC de no transables (sin alimentos ni regulados) como resultado de un crecimiento proyectado de la demanda por debajo de su promedio histórico y de excesos de capacidad productiva durante el próximo año y medio. Así mismo la inercia de la serie de no transables en el pasado y su alto componente indexado, especialmente por rubros como arriendos, educación y salud que pesan al menos el 25% de la canasta, permite prever pocos ajustes en precios a comienzos de 2010 dada la baja inflación esperada para finales de 2009. En otras palabras, la disminución que ya se ha observado en la inflación deberá ayudar a anclar las expectativas y a frenar los aumentos de precios vía los mecanismos de indexación.

La incertidumbre que rodea los pronósticos continuó siendo muy alta y mayor que la histórica, dada la inestabilidad de la economía mundial, los riesgos que aún encara para su recuperación y la alta volatilidad que exhiben diferente indicadores, incluidos los precios externos de los alimentos, los combustibles y otras materias primas.

Para los transables sin alimentos ni regulados no se anticipan cambios de consideración en los próximos dos trimestres dada la estabilidad que se daría en el tipo de cambio. Sin embargo, sí es posible alguna aceleración de la variación anual en 2010 si se materializan los aumentos esperados en precios internacionales de materias primas y otros bienes importados. En cualquier caso, en 2010 su registro deberá mantenerse dentro del rango meta de largo plazo. Algo similar acontece con la variación anual del IPC de regulados, para la cual se proyectan algunos aumentos en el próximo año sobre los valores bajos que se registrarían en diciembre del presente. De hecho, los pronósticos a 2010 para dicha subcanasta aumentaron en este informe.

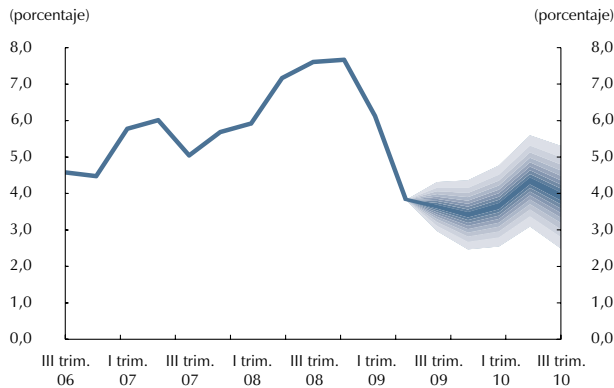
2. Balance de riesgos

El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presentan en los *Fan Chart* de los gráficos 65 y 66. La incertidumbre que rodea los pronósticos continuó siendo muy alta y mayor que la histórica, dada la inestabilidad de la economía mundial, los riesgos que aún encara para su recuperación y la alta volatilidad que exhiben diferente indicadores, incluidos los precios externos de los alimentos, los combustibles y otras materias primas.

Para este informe el balance de riesgos tiene un ligero sesgo a la baja con respecto de la senda central de pronóstico. Los principales riesgos a la baja son:

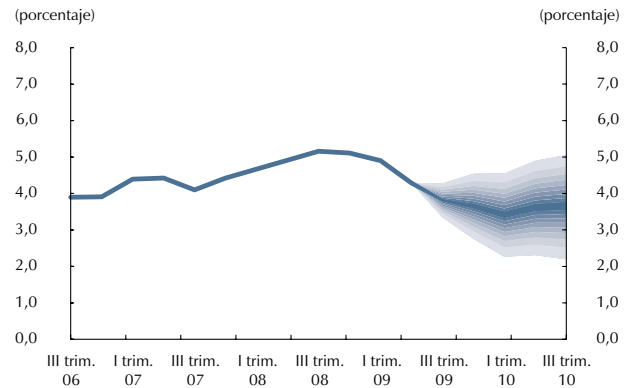
1. *Una crisis externa más prolongada* que la prevista en la senda central de pronóstico, y en particular una recuperación de la demanda mundial más lenta y retardada. Aunque hay indicios de que la caída de la economía mundial ya tocó fondo, los riesgos de estancamiento son altos. En particular, por el profundo deterioro del mercado laboral en las economías desarrolladas, lo cual puede dejar secuelas de largo plazo sobre el consumo. Además, los desequilibrios macroeconómicos en economías desarrolladas permanecerían, en especial por el aumento sustancial de la deuda pública. Aunque en un escenario como éste podrían presentarse presiones alcistas sobre la inflación por cuenta de una mayor depreciación del peso, también cabría esperar una menor demanda sobre nuestras exportaciones con las consiguientes presiones a la baja sobre los precios internos. En este informe se considera que podría primar la segunda situación, ya que la transmisión de la depreciación hacia precios tiende a ser baja en presencia de una brecha del producto negativa. Por tanto, el riesgo es hacia una menor inflación frente a la de la senda central.
2. *Un canal del crédito menos activo.* El pronóstico central supone que el crédito en Colombia fluiría de manera normal en lo que resta del año, así como en 2010, lo que responde a las acciones de política monetaria. Sin embargo, una prolongación de la crisis externa o una mayor exposición a ella que la inicialmente prevista podría disminuir el nivel de oferta interna de crédito o frenar su demanda. En este caso, la recuperación de la economía colombiana sería más lenta y, por ende, las presiones sobre los precios tenderían a ser menores.

Gráfico 65
Fan chart de la inflación total ^{a/}



a/ Los 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.

Gráfico 66
Fan chart de la inflación sin alimentos ^{a/}



a/ Los 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.

3. *Un menor crecimiento para éste y el próximo años en Colombia por razones ajenas a la crisis externa.* En particular, las nuevas restricciones al comercio anunciadas por algunos socios comerciales en el mes de julio, de concretarse, tendrían un efecto importante sobre la actividad económica de sectores como el industrial. Tales restricciones no alcanzaron a ser incluidas en el escenario central de este informe y pueden tener un efecto neto bajista sobre precios, a pesar de que vengan acompañadas de presiones sobre el tipo de cambio.

Los principales riesgos al alza son:

1. *El fenómeno de El Niño.* Cuando se producía este informe, la probabilidad de observar un fenómeno de “El Niño” de intensidad moderada o fuerte hacia finales de este año y comienzos de 2010 era relativamente alta. Si se llegase a presentar, cabría esperar mayores alzas en los precios de los alimentos perecederos, frente a las previstas en la senda central de pronóstico. Los efectos sobre precios se sentirían con más fuerza hacia el primero y segundo trimestres del próximo año; sin embargo, hacia finales de 2010 buena parte de su impacto directo habrá desaparecido, a juzgar por lo sucedido en eventos anteriores.
2. *Una continuación de la tendencia alcista de los precios internacionales de combustibles y materias primas.* Las alzas de los precios de productos básicos durante el segundo trimestre, ante señales de recuperación de la economía mundial, podrían indicar que la capacidad de respuesta de la oferta es muy limitada. Un crecimiento mayor hacia futuro generaría alzas superiores a las contempladas en este informe, lo cual podría tener efectos inflacionarios. Una tendencia hacia la apreciación del peso no necesariamente compensaría estas presiones, tal como lo sugiere la experiencia de 2007 y 2008.

Dado todo lo anterior, el análisis de riesgo indica que existe una alta probabilidad de que la inflación termine 2009 en un nivel inferior al rango meta establecido por la JDBR para este año (entre 4,5% y 5,5%). Hacia más largo plazo, también hay una probabilidad alta de que la inflación se mantenga en la parte superior del rango meta de largo plazo (entre 2% y 4%), aunque es posible que hacia mediados de 2010 se produzca un repunte transitorio. La inflación sin alimentos también presentaría una tendencia similar, aunque con mayor estabilidad (gráficos 65 y 66).

Recuadro 1

LAS ECONOMÍAS EMERGENTES FRENTE A LA CRISIS INTERNACIONAL ¿QUÉ ES DIFERENTE ESTA VEZ?

Ricardo Bernal
Alexandra Heredia
José Vicente Romero Ch.*

El presente recuadro examina varios períodos de crisis en economías emergentes de acuerdo con la clasificación realizada por Calvo *et al.* (2006). El objetivo principal es caracterizar lo que ha sido una crisis “promedio” para una economía emergente y mencionar algunos aspectos que la pueden diferenciar frente a la coyuntura macroeconómica actual. Para esto, se analizan variables adicionales a las incluidas en el trabajo de Calvo *et al.* (2006), y se presentan diversos indicadores macroeconómicos promedio que pueden ayudar en la descripción de cada ciclo económico e identificar los factores que permitieron la recuperación.

1. Algunos episodios de crisis en economías emergentes

Al analizar los episodios de crisis en economías emergentes, es importante recalcar que en muchas ocasiones éstas han venido acompañadas por un significativo aumento en el costo de la financiación internacional (incremento en el *spread* de la deuda privada y pública) y por un colapso de los flujos de capital. Adicionalmente, los choques no han sido independientes y por lo general han afectado a diferentes economías emergentes de manera simultánea.

Esta observación se resume en el Gráfico R1.1, donde se presentan los periodos de crisis en economías emergentes y la crisis *subprime* (áreas sombreadas) junto a una medida del costo de financiación para dichas economías. Como se puede apreciar, desde el momento cuando la crisis *subprime* y financiera comenzó, el costo relativo de los recursos para los emergentes se ha incrementado, pero no como en ocasiones anteriores.

Para un análisis más detallado sobre la estructura de las crisis en economías emergentes, se tomaron once episodios, los cuales se resumen en el Cuadro R1.1.

* Los autores son, en su orden, profesional líder de la Sección de Asuntos Especiales del Departamento de Programación e Inflación; estudiante en práctica, y profesional experto de la Sección de Inflación del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República, ni a su Junta Directiva.

Gráfico R1.1
Aproximación de liquidez en los mercados internacionales



Fuente: Calvo *et al.* 2006. Cálculos del Banco de la República.

Cuadro R1.1
Episodios de crisis en economías emergentes

País	Episodios	Ciclo de la crisis (año)		
		Pico	Valle	Pico
Argentina	1	1994	1995	1996
	2	1998	2002	2004
Chile	1	1998	1999	2000
Colombia	1	1998	1999	2002
Ecuador	1	1998	1999	2001
Filipinas	1	1997	1998	1999
Perú	1	1981	1983	1984
	2	1997	1998	1999
Sudáfrica	1	1981	1983	1984
Tailandia	1	1996	1998	2002
Turquía	1	1998	1999	2000

Fuente: basado en los episodios mencionados por Calvo *et al.* (2006).

Para dichos episodios se estudiaron ciclos completos, en los cuales el producto vuelve a situarse en un valor igual ó superior a su nivel pre-crisis¹. En general, y como se mencionó anteriormente, estos episodios de crisis han sido acompañados de salidas de capital y/o fuertes restricciones al financiamientos internacional,

1 Las fechas de los episodios son determinadas de acuerdo con la clasificación realizada por Calvo *et al.* (2006).

por lo cual es difícil identificar crisis que tengan un origen totalmente interno, como ha sido ampliamente documentado en la literatura (Sarno y Taylor, 2002).

En nuestra selección de episodios, la duración del período entre el nivel más alto de la producción anterior a la crisis (pico) y la recuperación en el nivel de producción, en promedio, es de 3,2 años y de 1,6 años desde el punto más bajo de producción hasta el retorno en el nivel de producción (de valle a pico).

En el Gráfico R1.2 se puede apreciar el comportamiento promedio de algunas de las principales variables macroeconómicas reales. Éstas se normalizaron en el punto más bajo de producción del período y se graficaron dos trimestres antes y después de dicho mínimo. Las variables corresponden a índices de variaciones trimestrales, a diferencia del ejercicio de Calvo *et al.* (2006), donde se emplean participaciones sobre el PIB. Como se puede observar, la recuperación del gasto

público y de las exportaciones coincide con el producto. El consumo, aunque también alcanza su punto más bajo junto al PIB, se demora un poco más en recuperarse. Finalmente, el crédito se mantiene en niveles bajos, y no logra recuperarse de manera proporcional al PIB.

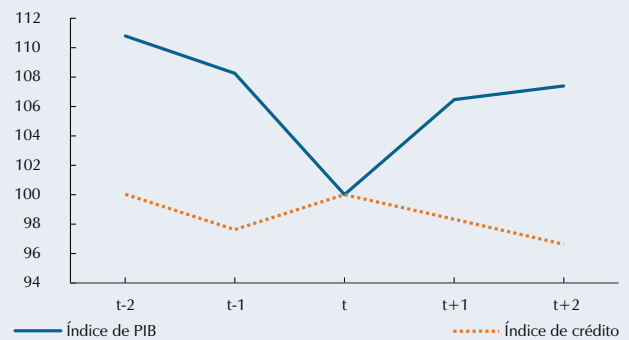
Para complementar el análisis y el ejercicio propuesto por Calvo *et al.* (2006), el Cuadro R1.2 presenta una exploración estadística que resume la variación porcentual promedio (junto con su *significancia* estadística) de las principales variables macroeconómicas durante los episodios seleccionados en nuestra muestra de países². Como se puede apreciar, el consumo presenta un comportamiento altamente procíclico y logra recuperarse de manera similar a la producción total. En cuanto al crédito, aunque este logra una variación positiva, es de menor proporción que el de la producción (dejando al crédito total con una menor participación sobre el PIB como lo documenta Calvo *et al.* (2006). De igual manera, la inversión no logra ser estadísticamente significativa.

Gráfico R1.2

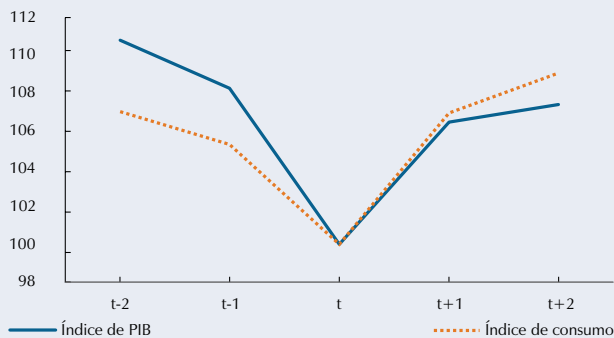
A. Producción vs. consumo en los principales eventos 3S



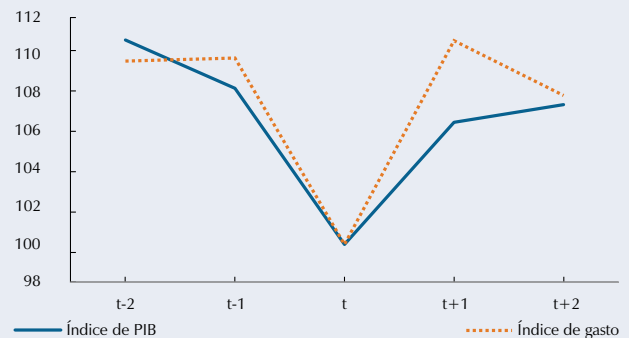
B. Producción vs. crédito en los principales eventos 3S



C. Producción vs. exportaciones en los principales eventos 3S



D. Producción vs. gasto en los principales eventos 3S



Fuente: Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

2 Esto se realiza por medio de una regresión simple por mínimos cuadrados ordinarios frente a una constante. El valor reportado corresponde al parámetro del intercepto y su desviación estándar.

Cuadro R1.2
Resumen de las estimaciones
(variables reales)

Índices	Variaciones porcentuales		
	Pico al valle	Valle al pico	A través de todo el periodo
PIB	-7.2168*** (1.556)	22.976*** (3.389)	13.902*** (3.163)
Consumo	-3.7859* (1.960)	16.579*** (3.0185)	12.066*** (3.4301)
Crédito	13.527 (8.5689)	-9.5978 (6.7250)	6.3670 (0.5778)
Exportaciones	3.5814 (3.4738)	23.159*** (5.5441)	27.8960*** (7.4343)
Gasto público	0.6986 (2.8216)	22.302*** (6.7735)	22.071*** (5.7664)
Importaciones	-17.595** (6.5121)	39.3963*** (8.8975)	10.7128 (7.4128)
Inversión	-24.604** (8.1196)	28.648* (13.3802)	-8.3906 (7.8162)
Tasa de interés	76.566* (39.895)	-20.053 (18.638)	14.917 (23.023)

Nota: la desviación estándar se encuentra entre paréntesis. Se utilizaron trece países para la estimación, excepto para el índice de inversión, en donde se utilizaron 10 países. *Significativa al 10%, ** significativa al 5%, ***significativa al 1%.

Por su parte, las tasas de interés de corto plazo evidencian una política monetaria marcadamente restrictiva, en parte, ligada a los regímenes de tasa de cambio fija o de flotación controlada que imperaban en los episodios estudiados. Los aumentos en las tasas de interés pretendían evitar la fuga de capitales y depreciaciones masivas de las monedas locales. Al igual que en el Gráfico, las exportaciones y el gasto público son un elemento importante en la reactivación de la demanda agregada y, por lo tanto, del producto. Debe notarse que para estas dos variables la recuperación y su influencia sobre la demanda se observa desde el valle de la crisis hasta la recuperación. En el período del pico al valle se mantienen inalteradas (sin *significancia* estadística).

De la anterior inspección gráfica y estadística se pueden extraer algunos de los principales hechos estilizados sobre los

episodios de crisis y su posterior recuperación en economías emergentes: i) el consumo presenta una inflexión que coincide con el PIB total, aunque su nivel no se recupera tan rápidamente; ii) tanto el gasto público como las exportaciones presentan una inflexión coincidente con el ciclo; iii) en estos episodios la política monetaria fue contractiva, y; iv) el crédito interno y la inversión no se recuperan de manera coincidente con el ciclo, y cuando lo hacen no retornan a los niveles previos a la crisis.

2. ¿Qué es diferente en esta ocasión?

En primer lugar, y a diferencia de otros episodios, el epicentro de la crisis financiera actual se presenta en las principales economías mundiales y no en países en desarrollo. Adicionalmente, y a pesar del fuerte incremento de las primas de riesgo en economías emergentes, éstas no han subido como lo hicieron en episodios de crisis anteriores.

En segundo lugar, la mayoría de países en desarrollo³ no se han visto expuestos de una forma directa a la crisis financiera ni han presentado una desvalorización aguda en los precios de activos (incluyendo los hipotecarios). Así mismo, su sistema financiero no es tan integrado al de los Estados Unidos como el de varias economías industrializadas ni presenta una elevada exposición a títulos tóxicos. En la medida en que el sector financiero se encuentra sano en la mayoría de economías emergentes, el crédito podría permitir una recuperación más rápida en estos países, a diferencia de lo presentado en crisis anteriores⁴.

En tercer lugar, se encuentra la ejecución de varias medidas macroprudenciales que se han venido aplicando después de la crisis de finales de los años noventa en algunos países en desarrollo. En efecto, algunas economías de la región que han mantenido una política monetaria y fiscal responsable, presentan un déficit de cuenta corriente sostenible, financiado principalmente con inversión extranjera directa. A esto debe agregarse que por primera vez varios países latinoamericanos y asiáticos emergentes han podido realizar acciones anticíclicas en materia fiscal o monetaria. Estas políticas han atenuado el impacto negativo de la crisis internacional, lo que ha generado dinámicas de recuperación más tempranas

3 Con excepción de algunas economías de Europa del Este.

4 Los resultados de la caracterización de los episodios de crisis seleccionados con relación al crédito pueden estar sesgados en la medida en que prácticamente todos están relacionados con crisis del sector financiero. Por tal motivo, es entendible que no sea un motor de recuperación. Adicionalmente, Rigobon (2006) menciona la posibilidad de que en las recuperaciones económicas se utilice más el sector financiero informal. Finalmente, para juzgar el papel del crédito en las recuperaciones se deberían analizar crisis particulares de economías no relacionadas con el sistema financiero: crisis fiscales o deflacionarias.

de lo que podría suceder en países desarrollados o en Europa del Este.

Para concluir, cabe anotar que la coyuntura macroeconómica actual sin duda va a tener un costo importante sobre el producto en países emergentes, en particular por una menor dinámica en el comercio internacional. Sin embargo, la respuesta de sus economías a la crisis podría ser más favorable que en episodios anteriores, por las razones expuestas.

Bibliografía

Calvo, G.; Izquierdo, A.; Talvi, E. "Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering Without Credit From Systemic

Financial Crisis", document de trabajo, núm. 570, Banco Interamericano de Desarrollo, 2006.

Rigobon, R. "Phoenix Miracles in Emerging Markets: a Discussion", mimeo, Fondo Monetario Internacional, 2006.

Rogoff, K.; Reinhart, C. "The Aftermath of Financial Crises", *NBER*, document de trabajo, núm. 14656, 2009.

Sarno, L.; Taylor M. "The Economics of Exchange Rates", Cambridge University Press, 2002.

Taylor, J. "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", *NBER*, document de trabajo, núm. 14631, 2009.

Recuadro 2

UN ÍNDICE MENSUAL LÍDER DE ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA COLOMBIA: “IMACO”

Herman Kamil
José David Pulido
José Luis Torres*

Debido a que el PIB se reporta con tres meses de rezago, es altamente deseable para los hacedores de política contar con indicadores alternativos de actividad económica más oportunos, que anticipen de alguna manera el comportamiento del ciclo económico. En especial, para las autoridades monetarias esta información resulta indispensable, dados los rezagos con que las medidas de política se transmiten a la actividad económica. Con este fin, en este recuadro se presenta de manera sintética la metodología y los principales resultados de la construcción de un nuevo indicador mensual líder de la actividad económica para Colombia, denominado Imaco (por las siglas de índice mensual de actividad colombiana).

Varios bancos centrales y agencias económicas del mundo cuentan con indicadores líderes de actividad económica. Su monitoreo puede hacerse de manera desagregada, como en el caso del business cycle dating committee del National Bureau of Economic Research (NBER), que analiza por separado variables como la producción industrial, las ventas al por menor en el comercio, el ingreso disponible y el empleo, entre otras, o combinando las variables consideradas líderes mediante un sólo índice compuesto. En esta última categoría, probablemente los indicadores más conocidos son los de la Reserva Federal de Chicago y del Centre for Economic Policy Research (CEPR), que utilizan metodologías basadas en el análisis factorial. La primera dispone del Chicago Fed national activity index (Cfnaí), un índice estimado a partir del primer componente principal de 85 series de actividad relevantes (véase Federal Reserve Bank of Chicago, 2001)¹. El CEPR cuenta con el EuroCOIN, que utiliza 150 series de dis-

tintos países de la zona del euro y se basa en la metodología propuesta en Altissimo *et al.* (2001).

En Colombia Maurer *et al.* (1996) fueron pioneros en la implementación de las metodologías tradicionales (NBER) para la estimación de indicadores líderes. En los últimos años, en un proyecto conjunto Nieto y Melo (2001), Melo *et al.* (2002) y Melo, Nieto y Ramos (2003) propusieron una metodología para calcular un índice líder, basada en una modificación de la técnica de Stock y Watson (1992), pero con un costo computacional elevado. Esto, unido a que algunas de las variables seleccionadas tenían un amplio rezago de publicación, impidió que en la práctica el indicador fuese utilizado como herramienta para el seguimiento de la coyuntura y diseño de la política económica. Más recientemente, Rozo (2008) planteó otro indicador líder que utiliza la técnica de pronósticos combinados propuesta por Stock y Watson (2004).

Para la construcción del Imaco se priorizó la simplicidad y el bajo costo computacional. Ello permite que el indicador sea fácilmente actualizable para su continuo seguimiento, y provea además una metodología que pueda ser replicada con otros agregados macroeconómicos. La construcción del Imaco se basó en un algoritmo de búsqueda heurística que selecciona un grupo reducido de variables económicas que —combinadas a través de técnicas estadísticas en un indicador sintético— posea tres propiedades deseables: i) exhiba una alta correlación adelantada con el ciclo económico, ii) anticipe sus puntos de quiebre sin mostrar señales falsas, y iii) minimice los errores de pronóstico sobre el crecimiento del PIB.

1. La metodología de construcción del Imaco

Inicialmente, se construyó una base de datos con cerca de 170 series mensuales y trimestrales relacionadas con la actividad económica colombiana. Entre otras, se encontraban series de actividad sectorial (industria, comercio, servicios y construcción), monetarias, bancarias, financieras, fiscales, de precios, del mercado laboral, de comercio internacional y de encuestas de expectativas a consumidores, industriales y comerciantes. Posteriormente, se consideraron únicamente las series mensuales que se encontraban disponibles desde 1990 (un total de 117 series), las cuales fueron transformadas con el objeto de depurarlas de cualquier ruido estadístico distorsionante². Las series transformadas se ordenaron de tres maneras distintas de acuerdo con los siguientes criterios:

* Este recuadro sintetiza el documento homónimo de Kamil, Pulido y Torres (2009), que describe en detalle el proceso de estimación del Imaco.

Los autores son, en su orden, economista del Departamento de Hemisferio Occidental del Fondo Monetario Internacional (FMI), profesional en inflación del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República y estudiante del PhD en Economía de la Universidad de Maryland. Agradecemos la colaboración de Miguel Angel Morales, Alexandra Heredia y David Camilo López como asistentes de investigación. Las opiniones expresadas son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República, a su Junta Directiva ni al FMI.

1 El método de componentes principales es utilizado cuando no se cuenta con un modelo causal explícito, y simplemente se quiere reducir la dimensionalidad de un conjunto de datos. Cada componente principal es una combinación lineal de las series de manera que las varianzas del conjunto de información dado se hacen máximas, lo que asegura que la combinación recopile la mayor cantidad de comovimientos de las series.

2 Dicha transformación consistió en los procesos de deflatación, extracción de *outliers*, aplicación de logaritmos, desestacionalización (teniendo en cuenta los días hábiles del calendario co-

1. La magnitud de su máxima correlación adelantada con respecto al crecimiento acumulado cuatro trimestres del PIB³, ya que éste es el que en las estadísticas colombianas menos se revisa⁴.
2. El valor de un estadístico construido que contaba la cantidad de veces que el promedio móvil de orden 12 de cada serie capturaba los principales puntos de quiebre del crecimiento acumulado cuatro trimestres del PIB y penalizaba restando la cantidad de veces que dichas series anunciaban un quiebre en el ciclo cuando en realidad no se presentó.
3. La magnitud de los estadísticos *u-theil* mostrados por modelos lineales de pronóstico del PIB mensual⁵ construidos a partir de rezagos del mismo y de los de cada serie considerada; es decir, para cada serie $x_{i,t}$ se estimó el modelo de regresión:

$$y_t = \alpha + \beta(L)y_{t-1} + \gamma(L)x_{i,t-1} + \mu_t$$

Donde y_t es la primera diferencia de la variable de referencia y $\beta(L)$ $\gamma(L)$ son polinomios de rezagos cuyos órdenes se determinaron de acuerdo con el algoritmo *stepwise* con orden máximo 12⁶.

El algoritmo propuesto utilizó los criterios mencionados de una manera recursiva. En primer lugar, se seleccionó un número k de series con la más alta correlación adelantada con el crecimiento acumulado cuatro trimestres del PIB, para asegurar que cualquiera que sea la combinación elegida entre ellas, su primer componente principal tenga también una alta correlación (en el Imaco que acá se presenta, k es 18). A continuación se agruparon las k series consideradas en todos

los grupos posibles de dos, tres hasta k series. En total se evaluaron más de 250 mil grupos distintos de series⁷.

Seguidamente, se computó el primer componente principal de cada grupo conformado y se evaluó su máxima correlación adelantada con el crecimiento acumulado doce meses del PIB. Se ordenaron dichos componentes de acuerdo con ese criterio, y se seleccionó un número suficiente de estos entre los mejores de dicha ordenación (en el Imaco se tuvieron en cuenta los primeros 25). En una segunda etapa, se eligió entre el subconjunto de 25 componentes principales considerados aquel que minimizara los errores promedio de pronóstico para un horizonte de tiempo dado, de acuerdo con los estadísticos *u-theil* de los modelos de pronóstico de la forma funcional mencionada. Finalmente, se verificó que el componente principal elegido tuviese un puntaje máximo en el criterio de puntos de quiebre (esto es, que anticipara todos los puntos de quiebre del ciclo sin proporcionar señales falsas)⁸.

2. Resultados de la estimación y desempeño del Imaco

Al ordenar los grupos de series de acuerdo con los valores de los estadísticos *u-theil* para pronósticos entre siete a quince meses adelante (período en el que usualmente la incertidumbre es elevada), las siete series que conforman el Imaco son: la pregunta de pedidos de la industria en comparación con el mes anterior (fuente Fedesarrollo), la pregunta de ventas del comercio en unidades en comparación con el mes anterior (fuente Fedesarrollo), el índice de producción industrial de bienes de capital (fuente DANE), la productividad por hora trabajada en la industria (cálculos propios con base en datos del DANE), la tasa de interés interbancaria real (fuente Banco de la República), el crecimiento de la demanda de energía (fuente: www.xm.com.co) y el crecimiento real de M3 (fuente Banco de la República)⁹. Resulta interesante el hecho de que la tasa de interés real haya sido seleccionada, pues pone en evidencia el importante papel de la política monetaria en la estabilización de la economía, así como

lombiano), diferenciación de las series con evidencia de raíz unitaria y extracción de la tendencia en aquellas series en donde aparecía significativa.

- 3 Las correlaciones se evaluaron tanto para las series originales transformadas como para sus promedios móviles de orden 12.
- 4 Al respecto, véase Pulido (2008).
- 5 La mensualización del PIB se realizó mediante un algoritmo de optimización que busca minimizar la varianza de la serie resultante (mensual) preservando los crecimientos de la serie original (trimestral), siguiendo la rutina DISTRIB.SRC del paquete RATS.
- 6 Los errores de pronóstico de los modelos de cada serie se dedujeron con base en ejercicios tipo rolling, que re-estimaron los parámetros cada mes y los órdenes de los dos polinomios de rezago cada dos años. Dichos errores se calcularon únicamente para los últimos meses de cada trimestre del PIB, para que los pronósticos se cotejaran sólo con el dato efectivamente publicado (PIB trimestral).

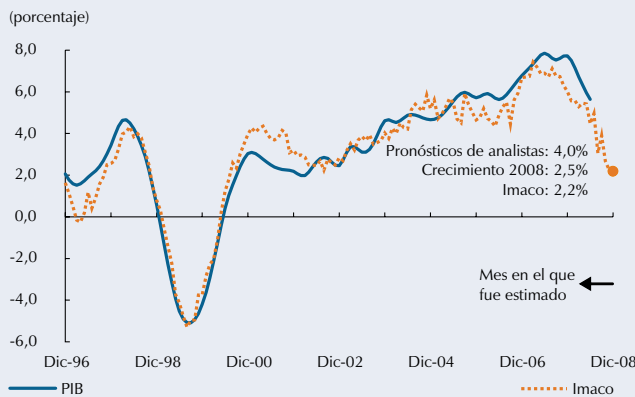
7 La cantidad de agrupaciones distintas de series vendría dado por: $\sum_{i=2}^k \frac{k!}{(k-i)!i!}$. Con k igual a 18, en el Imaco se evaluaron 262.125 grupos distintos de series.

- 8 Dos importantes resultados se encontraron al aplicar el algoritmo de búsqueda descrito. En primer lugar, el mejor índice compuesto, en términos de los criterios mencionados, no necesariamente lo conformaban las variables que tenían el mejor desempeño individual en cada uno de dichos criterios. Y en segundo lugar, las series que conformaban el mejor índice compuesto variaban dependiendo del horizonte de pronóstico deseado.
- 9 Sin embargo, este componente principal exhibía en promedio un mayor estadístico *u-theil* cuando se considera para otro horizonte de pronóstico diferente. Por esto, la elección de las series que conforman al Imaco varía dependiendo del horizonte de pronóstico relevante.

los rezagos existentes en la transmisión de la política monetaria. Adicionalmente, el hecho de que se encuentren dos preguntas de la Encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo entre las series seleccionadas pone de manifiesto la importancia de seguir las encuestas de percepción y expectativas de los empresarios. Así conformado, el Imaco tiene una correlación adelantada cinco meses de 93% con respecto al crecimiento acumulado doce meses del PIB¹⁰. Por otro lado, las series que lo conforman tienen un rezago de publicación promedio de un mes¹¹.

El Imaco, en su corta implementación en la práctica, ha mostrado un muy buen desempeño predictivo. Su actual comportamiento se muestra en el gráfico 64 del tercer capítulo del presente informe. El modelo ha sido capaz de pronosticar la marcada desaceleración de la economía colombiana hacia el final de 2008 con varios meses de anticipación, generando predicciones mucho más precisas que las efectuadas en su momento por los analistas, tanto locales como extranjeros. Por ejemplo, a inicios de septiembre de 2008, cuando sólo se disponían de datos de actividad económica hasta julio y aún no se conocía el dato del PIB del segundo trimestre, se estimó un Imaco que resumía el estado de la economía a diciembre de dicho año. El Gráfico R1.1 exhibe el desempeño del Imaco para dicho período junto con el crecimiento acumulado cuatro trimestres del PIB observado hasta ese momento, y señala además lo que sugería el Imaco para el crecimiento de 2008, estimación que estuvo más cerca de lo que efectivamente creció la economía colombiana en dicho año (2,5%) que lo pronosticado en ese entonces por los otros analistas (pronósticos señalados en el Gráfico R2.1).

Gráfico R2.1
Imaco (líder de cinco meses del PIB) y crecimiento acumulado del PIB en el cuatro trimestre



Fuente: Cálculos del Banco de la República.

10 Al ser calculado con el promedio de orden 12 de dichas series.

11 Históricamente, su promedio de errores de pronóstico con respecto al crecimiento acumulado doce meses del PIB es de 52 pb para dicho horizonte, que es menor que el de otros modelos alternativos (para un detalle de los resultados véase Kamil, Pulido y Torres, 2009).

Los anteriores resultados sugieren que el Imaco puede convertirse en una herramienta útil para el seguimiento de la conjuntura y el manejo de la política económica. Actualmente se monitorea mensualmente, y le proporciona al equipo técnico y a la Junta Directiva del Banco de la República un elemento de juicio adicional a los existentes para el diagnóstico del comportamiento de la actividad económica colombiana.

Referencias

Altissimo, F.; Bassanetti, A.; Cristadoro, R.; Forni, M.; Hallin, M.; Lippi, M.; Reichlin, L.; Veronese, G. "EuroCOIN: A Real Time Coincident Indicator of the Euro Area Business Cycle", documento de trabajo, núm. 3108, CEPR, 2001

Federal Reserve Bank of Chicago "CFNAI Background Release", disponible en http://www.chicagofed.org/economic_research_and_data/files/cfnai_background.pdf, 2001.

Kamil, H.; Pulido, J.; Torres, J. "Un índice mensual líder de actividad económica para Colombia: "IMACO"", documento interno del Banco de la República de próxima publicación, 2009.

Maurer, M.; Uribe, M.; Birchernal, J. "El sistema de indicadores líderes para Colombia", Archivos de Macroeconomía, núm. 49, Departamento Nacional de Planeación, Colombia, 1996

Melo, L.; Nieto, F.; Ramos, M. "A Leading Index for the Colombian Economic Activity", Borradores de Economía, núm. 243, Banco de la República, 2003.

Melo, L., Nieto, F., Posada, C., Betancourt, Y. Baron, J. "Un índice coincidente para la actividad económica colombiana", Borradores de Economía, núm. 195, Banco de la República, 2002.

Nieto, F.; Melo, L. "About a coincident index for the state of the economy", Borradores de Economía, núm. 194, Banco de la República de Colombia, 2002.

Pulido, J. "¿Qué tan grandes son las revisiones de las series macroeconómicas colombianas?", Informe sobre Inflación de junio, Banco de la República de Colombia, 2008.

Rozo, S. "Nuevo enfoque para la construcción de un único indicador líder de la actividad económica colombiana", Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2008.

Stock, J.; Watson, M. "A Procedure for Predicting Recessions with Leading Indicators: econometric issues and recent experience" documento de trabajo núm. 4014, NBER, 1992.

Stock, J.; Watson, M. *Forecasting with Many Predictor*, Handbook of Economic Forecasting, 2004.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este Anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2009 y 2010. Al momento de la consulta los analistas contaban con información a julio de 2009.

1. Proyecciones para 2009

En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de -0,2% frente -0,1% registrado en el *Informe sobre Inflación* anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas esperan un crecimiento promedio del PIB de -0,3%.

Cuadro A1
Proyecciones para 2009

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	(0,5)	3,6	1.869	4,8	(2,5)	13,5
ANIF ^{a/}	(0,5)	4,0	n.d.	4,4	(4,0)	12,8
Banco de Bogotá	(0,5)	3,7	2.175	4,8	(1,9)	13,5
Banco Santander	(1,0)	3,9	2.350	5,1	(2,4)	13,0
Bancolombia ^{a/}	0,3	3,7	2.231	6,4	(4,4)	n.d.
BBVA Colombia ^{a/}	(0,5)	4,1	2.252	4,8	(4,3)	13,0
Corficolombiana	0,0	3,6	2.397	4,8	n.d.	n.d.
Corredores Asociados	0,4	4,0	2.050	4,3	(3,9)	14,0
Correval	0,4	3,4	2.155	5,4	(2,7)	13,5
Fedesarrollo ^{a/}	0,4	3,7	2.280	n.d.	(4,0)	13,8
Promedio	(0,2)	3,8	2.195	5,0	(3,3)	13,4
Analistas externos						
Citibank	(0,5)	4,0	2.200	4,8	(4,1)	14,0
Deutsche Bank	0,0	4,3	2.320	n.d.	n.d.	14,0
Goldman Sachs	(0,1)	4,1	2.350	n.d.	(3,0)	n.d.
JP Morgan	(0,5)	4,1	2.200	4,5	(2,5)	n.d.
Promedio	(0,3)	4,1	2.268	4,6	(3,2)	14,0

n.d. no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

Fuente: encuesta electrónica.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 3,8% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 4,1%, en promedio. Estos valores son inferiores al piso del rango meta fijado por la JDBR para 2009 (entre 4,5% y 5,5%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de \$2.195 frente a \$2.439 esperado en la encuesta realizada en abril de 2009. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$2.268 para el cierre de año.

Para la DTF, tanto los analistas locales como extranjeros proyectan caídas importantes frente a lo reportado en el informe anterior, 5,0% y 4,6%, respectivamente (frente a 5,9% y 5,8% en la encuesta de abril). Adicionalmente, los analistas nacionales consultados esperan que la tasa de desempleo se ubique en 13,4%, mientras que los extranjeros proyectan 14,0%.

2. Proyecciones para el 2010

Para 2010, los analistas nacionales prevén un crecimiento de 2,2% frente a 2,6% previsto por los analistas extranjeros. Con respecto a la inflación, los analistas locales proyectan una inflación ligeramente mayor que los internacionales (4,3% frente a 4,1%). En cuanto al tipo de cambio las entidades nacionales y externos esperan valores promedio del tipo de cambio de \$2.274 y \$2.375, respectivamente.

Cuadro A2
Proyecciones para 2010

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	2,5	4,7	2.120
ANIF ^{a/}	2,6	4,5	n.d.
Banco de Bogotá	2,5	4,5	2.250
Banco Santander	2,2	4,5	2.200
Bancolombia	1,4	n.d.	n.d.
BBVA Colombia ^{a/}	1,5	3,8	2.308
Corficolombiana	1,2	4,0	2.435
Corredores Asociados	3,5	4,5	2.200
Correval	2,0	4,3	2.186
Fedesarrollo	2,4	3,9	2.490
Promedio	2,2	4,3	2.274
Analistas externos			
Citibank	2,5	3,8	2.200
Deutsche Bank	2,5	4,4	2.400
Goldman Sachs	2,5	3,8	2.500
JP Morgan	3,0	4,5	2.400
Promedio	2,6	4,1	2.375

n.d. no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

Fuente: encuesta electrónica.