

# Situación

Servicio de Estudios Económicos  
ISSN 2011-6357

Segundo Semestre 2008



- Colombia 2009: modesto crecimiento en un escenario adverso.
- Ante las expectativas de una menor dinámica económica y de una disminución de la inflación se espera que el Banco de la República implemente una política monetaria contracíclica.

# Índice

Fecha de cierre: 17 de noviembre de 2008

<b>Editorial</b>	<b>2</b>
<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>4</b>
<b>1. Entorno Global</b>	<b>5</b>
<b>2. Entorno Macroeconómico</b>	<b>8</b>
<b>3. Política Monetaria y Cambiaria</b>	<b>15</b>
<b>4. Sistema Financiero</b>	<b>18</b>
<b>Recuadro: Inflación y precios relativos en Colombia en los últimos 60 años</b>	<b>19</b>

## Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Colombia

Juana Téllez  
Economista Jefe

[juana.tellez@bbva.com.co](mailto:juana.tellez@bbva.com.co)

Mario Nigrinis  
Editor

[mario.nigrinis@bbva.com.co](mailto:mario.nigrinis@bbva.com.co)

Mauricio Hernández  
Daniel Poveda  
Carolina Romero  
Andrés Torres

[mauricio.hernandez@bbva.com.co](mailto:mauricio.hernandez@bbva.com.co)  
[daniel.poveda@bbva.com.co](mailto:daniel.poveda@bbva.com.co)  
[carolina.romero@bbva.com.co](mailto:carolina.romero@bbva.com.co)  
[fernando.torres@bbva.com.co](mailto:fernando.torres@bbva.com.co)

Esta publicación puede ser consultada en las páginas de BBVA Colombia y del Servicio de Estudios del Grupo BBVA:

[www.bbva.com.co](http://www.bbva.com.co)

<http://serviciodeestudios.bbva.com/>

## Editorial

### Colombia 2009: modesto crecimiento en un escenario adverso

La intensificación de la crisis global desde mediados de septiembre se reflejó en una elevada volatilidad que no cesa como consecuencia de tensiones de liquidez e incertidumbre financiera y económica a nivel global.

Los efectos de la crisis serán fuertes sobre el crecimiento de los países desarrollados. Seremos testigos durante los próximos trimestres de cifras de crecimiento negativas para la economía de Estados Unidos y varios de los países de la Unión Europea. Países con mayores necesidades de financiamiento externo y ciclos recesivos del sector de la construcción serán los más afectados.

Durante los últimos meses, los gobiernos y bancos centrales del mundo desarrollado han tomado medidas sin precedentes para reanimar el canal crediticio y promover la expansión real.

Los países emergentes no han estado aislados a la crisis y sus mercados han experimentado grandes volatilidades en los últimos meses, así como desvalorización de activos. Los efectos reales también son previsibles llevando a este grupo de países a menores crecimientos. La economía colombiana se verá afectada por la menor disponibilidad de recursos para financiar sus proyectos de inversión ante la compleja situación global. Las remesas de colombianos en el exterior, otro gran determinante del flujo de capitales, disminuirán el año entrante ante la desaceleración de Estados Unidos y España, los grandes receptores de mano de obra colombiana.

Así mismo, es predecible una disminución de las exportaciones colombianas a los Estados Unidos, nuestro principal socio comercial. En particular, esperamos una disminución en las importaciones de productos no tradicionales desde Colombia. Fenómeno que se reforzará por la menor demanda desde Venezuela, nuestro segundo socio comercial y el primer demandante de productos no tradicionales.

Las menores disponibilidades de financiamiento y una desaceleración más fuerte del consumo nos permiten prever un crecimiento cercano a 3% de la economía colombiana en 2009

En este escenario existen dudas sobre la capacidad del fisco para llevar a cabo una política contra cíclica, ya que los supuestos de crecimiento en el Presupuesto 2009 parecen excesivamente optimistas, tanto para crecimiento como para precios del petróleo. Un ajuste de gastos y distribución a sectores sensibles puede ser una segunda mejor opción en este momento

Por su parte, la política monetaria sí tiene espacio para ejercer una política anticíclica y en la medida en que las expectativas de inflación lo permitan darle un poco de combustible a la economía.

**Juana Tellez**

## Resumen Ejecutivo

La desaceleración de la economía en el primer semestre del año fue mayor de lo esperado. La demanda interna se ha visto afectada por la disminución del ingreso disponible de los hogares, asociada con los mayores precios de alimentos y combustibles, y por la desaceleración de la inversión debido a la contracción del gasto en obras civiles por el comienzo del periodo de las administraciones departamentales y municipales.

Se espera que por el deterioro de la economía mundial el crecimiento del PIB se reduzca en los próximos dos años a tasas inferiores al potencial. Para este año esperamos un crecimiento alrededor de 3,7% y para 2009 sería cercano a 3,0%. El balance de riesgos del pronóstico está sesgado a la baja ante la posibilidad de que una contracción del crédito más fuerte a nivel global termine impactando en mayor medida el crecimiento mundial y con esto, el precio y la demanda de los productos de exportación colombianos.

Ante el deterioro de las condiciones económicas mundiales y el aumento de la prima de riesgo país, los activos domésticos se han desvalorizado al tiempo que se ha dado un proceso de ajuste cambiario que se mantendría durante el próximo año. Así mismo en 2009 se debería presentar una reducción del déficit en cuenta corriente debido a la menor disponibilidad de ahorro externo.

El aumento de la inflación a lo largo del año se explica principalmente por los mayores precios internacionales de materias primas y choques climáticos que afectaron negativamente el precio de los alimentos. No obstante el repunte de los indicadores de inflación básica muestra que también se presentaron otros factores como las presiones de demanda asociadas con el exceso de gasto de la economía durante los años 2006 y 2007.

La inflación interanual estaría próxima a iniciar una fase descendente hasta llegar alrededor de 4,5% a finales de 2009. El sesgo de la proyección considera riesgos al alza por el efecto de la depreciación del tipo de cambio sobre la inflación de bienes transables, así como por la posibilidad que se presenten efectos de segunda ronda debido al incumplimiento de las metas en los últimos dos años. Sin embargo la reciente disminución del precio internacional de las materias primas y el menor crecimiento económico son factores que introducen riesgos a la baja en la proyección. Por lo pronto, la información disponible muestra que el mercado laboral está menos tensionado que en años anteriores, lo que haría menos probable la presencia de efectos de segunda ronda en la negociación salarial.

Ante las expectativas de una menor dinámica económica y de una disminución importante de la inflación, se considera que se están dando las condiciones para que el Banco de la República inicie con cautela un ciclo de reducciones de su tasa de intervención.

El sector financiero ha resistido los embates de la crisis de crédito mundial en los últimos meses. La información muestra que el sector mantiene indicadores sólidos que le han permitido sortear las nuevas condiciones manteniendo una moderada expansión del crédito.

# 1. Entorno Global

La volatilidad extrema de los mercados responde a que las tensiones de liquidez y la incertidumbre financiera y económica global persisten.

## EE.UU vs UEM: indicador de tensiones de liquidez:

diferencial Letras del tesoro - Euribor a 3 meses



Fuente: BBVA y Bloomberg

## EE.UU. vs. UEM: indicador de tensiones de liquidez interbancaria:

diferencial LIBOR - OIS a 3 meses



Fuente: BBVA y Bloomberg

## Índice de aversión al riesgo global (BBVA-IARG)

64 activos: emergentes (US\$) y desarrollados (moneda local)



Fuente: BBVA y Datastream

Hace unos meses, hablar de la crisis financiera internacional era sinónimo de relatar la secuencia de hechos que se desarrollaba en el mercado de EE.UU. Pero desde el 12 de septiembre de 2008, fecha de la quiebra de Lehman Brothers, se ha producido un punto de inflexión a nivel mundial. La incertidumbre y la fuerte aversión de los inversores se han trasladado a todas las regiones del globo, principalmente a Europa, pero también al mundo emergente.

Tras la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de AIG Group por parte del Departamento del Tesoro de EE.UU., el gobierno de los EE.UU. aprobó el Troubled Asset Relief Program (TARP) – más conocido como el plan Paulson – con el objetivo de solucionar el problema de los activos tóxicos en los balances de los bancos y así aliviar los problemas de liquidez y solvencia de muchas instituciones estadounidenses. A diferencia de lo ocurrido en los episodios de Bear Stearns, AIG o las agencias gubernamentales, la quiebra de Lehman supuso pérdidas cuantiosas para los tenedores de bonos, hecho que hizo recrudecer de forma espectacular las tensiones en los mercados. Este fuerte incremento de los diferenciales hizo que la liquidez se encareciera a niveles nunca vistos e insostenibles. El diferencial entre las letras del tesoro y el interbancario a 3 meses (TED) en EE.UU. y la UEM se sitúa hoy en los 216 pb y 233 pb, respectivamente. Sin embargo, sus valores máximos en los EE. UU. (464 pbs.) superó ampliamente el máximo de 300 pb alcanzado el 20 de octubre de 1987. Además, el diferencial entre el tipo LIBOR menos el del overnight index swap a 3 meses (OIS) – que aproxima la disponibilidad de fondos en los mercados – en EE.UU. se sitúa actualmente en los 170 pb (366 pb máx.), mientras que en la UEM se encuentra en los 171 pb (194 pb máx.). Al tiempo que las tensiones financieras se iban acentuando, también se aceleró la crisis bancaria no sólo en EE.UU., sino también en otros países europeos.

Los mercados bursátiles a nivel global han registrado caídas históricas. En lo que va de 2008, las caídas en las principales bolsas de los mercados desarrollados se encuentran en torno al 40%. El rango de caídas en los emergentes es más amplio, y va desde el 17,0% de Chile hasta el 76,0% de Rusia. Además, los niveles de aversión al riesgo son extremos. Esta elevada aversión, junto con la caída de las expectativas de política monetaria explica la disminución promedio en octubre de 60 puntos básicos en el bono a 2 años de EE.UU. y 100 puntos básicos en el de la UEM, respecto de los valores previos a la quiebra de Lehman Brothers.

Tras las primeras tentativas unilaterales, los principales países desarrollados unifican criterios para enfrentar la crisis global.

Los bancos centrales han inyectado enormes cantidades de liquidez al mercado con el fin de aliviar las tensiones financieras, pero hasta

la fecha las medidas adoptadas no han tenido un efecto decisivo. La Reserva Federal ha prácticamente doblado la cantidad subastada a través de su facilidad de crédito TAF, hasta llegar a los \$ 300 mil millones, y aumentado en más de \$ 500 mil millones sus líneas swaps en dólares para el resto de bancos centrales.

El Banco Central Europeo también ha realizado subastas extraordinarias en cuanto a los montos, monedas y plazos. La última iniciativa del BCE ha sido la de comenzar a realizar subastas de cobertura total de la demanda (en inglés "full allotment") con el fin de aliviar las presiones en las necesidades de financiación de corto plazo.

Las autoridades económicas y monetarias de los diferentes países se encuentran ante una crisis financiera que está siendo amplificadas por el efecto de la aversión al riesgo. En una primera fase, los diferentes gobiernos emprendieron diferentes medidas destinadas a restaurar la confianza entre los depositantes de las instituciones financieras y la normalidad en los mercados financieros, con un efecto limitado. La razón principal es que los mercados observaron una completa falta de coordinación entre los gobiernos y que los pasos tomados se percibieron como respuestas específicas en la medida que surgían problemas de entidades puntuales.

A inicios de octubre, no obstante, comenzaron a surgir acciones coordinadas. En primer lugar, los bancos centrales de EEUU, la Unión Monetaria Europea, Reino Unido, Suiza, Suecia y Canadá redujeron sus tipos de interés oficiales en 50pb. de forma simultánea y con un comunicado común. Poco después, los gobiernos europeos alcanzaron un oportuno acuerdo para hacer frente a la crisis de forma coordinada y concertada, en el que se anunciaron programas basados en avales e inyecciones de capital. Aunque el impacto inmediato ha sido limitado, esta coordinación evitó probablemente una crisis financiera aún más grave.

Estos esfuerzos culminaron en la cumbre del G-20 que tuvo lugar en la ciudad de Washington. Lo primero que se debe destacar de la cumbre, y de los acuerdos adoptados, es el hecho de que refleja la firme voluntad de la Comunidad Internacional para afrontar la actual crisis económica y financiera de forma coordinada, combinando acciones y medidas multilaterales con políticas nacionales pero acordadas y validadas por todos los participantes en la cumbre. Esto es muy importante, ya que deja entrever que se estarían evitando errores cometidos en el pasado cuando respuestas puramente nacionales, en ocasiones de corte puramente proteccionista, solo sirvieron para agravar los procesos recesivos. También se debe resaltar que la lista de medidas anunciadas es ambiciosa, y parte de un diagnóstico ajustado de las causas de la crisis incluyendo su posterior extensión y agravamiento.

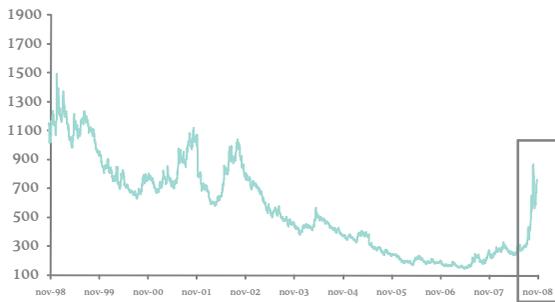
### Crecimiento, inflación y tipos de interés bajos, dólar apreciado.

Teniendo en cuenta que las tensiones en los mercados financieros no cederán en un horizonte breve, y dado que el contexto financiero internacional se trasladará posiblemente en forma de menor disponibilidad de crédito a las familias y empresas, nuestras previsiones para EE.UU. y la UEM reflejan una intensificación de la desaceleración

MERCADOS BURSÁTILES		
		2008
EE.UU.	S&P500	-46%
España	IBEX35	-47%
Reino Unido	FTSE100	-38%
Francia	CAC40	-47%
Alemania	DAX30	-48%
UEM	STOXX	-50%
Japón	NIKKEI 225	-50%
China	Shanghai SE 180	-64%
Hong Kong	HANG SENG	-56%
Brazil	BOVESPA	-48%
México	MXSE IPC Gral.	-38%
Argentina	MERVAL 25	-59%
Chile	SASE Gral Index	-17%
Rusia	IRTS	-76%
Colombia	IGBC	-33%

Fuente: Bloomberg

## Diferenciales de renta fija: EMBI+



Fuente: BBVA y Datastream

económica. En cuanto a nuestro escenario de crecimiento económico, para EE.UU. esperamos que el consumo, la inversión residencial y la inversión no residencial continúen contrayéndose, y por ende contribuyendo negativamente al crecimiento. Además, por el lado del comercio exterior, las importaciones continuarán cayendo debido al mal desempeño del crecimiento. Las exportaciones crecerán pero a un ritmo sustancialmente menor debido a la apreciación del dólar y la debilidad global. Esto implica que las exportaciones netas no se convertirán en un soporte demasiado sólido para el crecimiento.

En resumen, esperamos que la actividad en EE.UU. se contraiga un 0,8%. Para la UEM esperamos una contracción del PIB en torno al 0,9%. A pesar de que existen algunos factores que son parcialmente positivos como los tipos de interés oficiales sustancialmente menores y que el euro se depreciará respecto del dólar, la efectividad de los paquetes de medidas diseñados por los diferentes gobiernos será clave para que la contracción de la actividad no sea mayor.

En este marco de referencia hemos visto que los mercados de materias primas han reaccionado con mucha fuerza, con caídas de precios que bordean el 60% respecto de sus picos a mediados de este año en el caso del petróleo y el cobre, y en torno a 40% para granos como maíz, trigo y soja. Nuestra proyección en estos casos apunta a una estabilización y posterior recuperación, ya que restricciones de oferta a mediano y largo plazo, y el aumento en el consumo de energía, alimentos y materias primas industriales en China, India y otros países emergentes seguirá creciendo a un ritmo acelerado. Sin perjuicio de ello, las caídas de precios que ya han ocurrido significarán una fuerte disminución en el ingreso disponible de países en desarrollo, en especial en aquellos con exportaciones e ingresos fiscales dependientes de las ventas externas de materias primas. A diferencia de episodios anteriores, eso sí, es destacable el hecho de que en esta ocasión, la mayoría de los países de América Latina ha ahorrado una proporción significativa de los ingresos extraordinarios obtenidos durante el "boom", lo que les permite enfrentar en mejor pie la actual caída de precios.

En cuanto a la inflación, prevemos que continuará encaminándose hacia niveles sustancialmente menores a los actuales. Nuestro escenario para 2009 contempla que la inflación general en EE.UU. se situará en torno al 0,8% en promedio. En la UEM la inflación se situará en torno al 1,9% en promedio. Tales expectativas se justifican por la fuerte caída que ha registrado el precio del petróleo y otras materias primas, junto con un escenario de menor crecimiento global. Además, el hecho de que la inflación se muestre contenida ha permitido a los bancos centrales recortar tipos de interés con el fin de fomentar el crecimiento económico. En este sentido el BCE y la FED recortaron 50 pb hasta el 3,25% y 1,0%, respectivamente. Nuestro escenario para los tipos de interés oficiales considera que la FED recortará su tipo de intervención hasta 0,5% en 2009 y el BCE lo situará en 1,5% a comienzos de 2009. De esta forma, esperamos un dólar estable y oscilando en un nivel en torno a 1,25 hasta finales de 2008. Para 2009, esperamos que el dólar-euro se deslice hacia 1,15, aunque observamos que los riesgos se encuentran sesgados hacia el lado de una posible mayor apreciación del dólar.

Bajo nuestro escenario central de tipos oficiales, esperamos que la

rentabilidad de los bonos soberanos a diez años de EE.UU. se mantenga estable en 3,80% al cierre del cuarto trimestre de 2008. Para 2009 prevemos una caída de las rentabilidades que comenzarán el 2009 en torno a 3,70% y finalizarán el año próximas a 3,40%.

Para la UEM esperamos que las rentabilidades a diez años cierren 2008 en 3,80%. Durante el primer trimestre de 2009 se situarán en 3,50%, cayendo a medida que avanza el año hasta alcanzar 3,10% en el cuarto trimestre de 2009.

En relación al mundo emergente, las previsiones se ajustan a la baja incorporando un escenario de recesión en las economías desarrolladas. Aún así estamos hablando de una desaceleración del crecimiento en 2009 respecto a 2008, pero todavía manteniendo crecimientos dinámicos. Asia emergente registrará un crecimiento del 6% frente a 7,5% de 2008, con China sosteniendo el crecimiento en el entorno de 8% gracias en buena parte al plan de estímulo fiscal del Gobierno, mientras otras economías de la región crecerán a tasas muy inferiores, especialmente aquellas economías pequeñas y abiertas y por tanto más expuestas a la demanda externa.

De cara a los próximos meses, la evolución de las políticas que los gobiernos desarrollen – enfocados en lograr restaurar la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los mercados – será un elemento crucial para lograr recuperar la confianza, romper el círculo vicioso entre liquidez y solvencia y así restablecer el normal funcionamiento de los mercados.

## 2. Entorno macroeconómico

### La desaceleración de la economía en el primer semestre del año fue mayor de lo esperado

El crecimiento económico en el segundo trimestre de 2008 fue 3,7%, menor a lo esperado por el mercado, siendo la tasa más baja desde mediados de 2003. El resultado estuvo asociado con la desaceleración de la demanda interna, principalmente en consumo final y obras públicas, que crecieron a tasas de 2,1% y -13,8% anuales. Aunque el déficit de la demanda externa neta siguió ampliándose, se redujo su ritmo de crecimiento por la menor variación de las importaciones.

A pesar de que los pronósticos contemplaban un proceso de desaceleración económica, este ha sido más fuerte de lo anticipado. Lo anterior se explica, en primer lugar, porque el desempeño de la economía mundial ha estado por debajo de lo inicialmente previsto, y esto se ha trasladado a las expectativas de hogares y empresarios colombianos que han respondido moderando su gasto en consumo e inversión. En segundo lugar, porque se presentaron factores exógenos que no fueron contemplados en las proyecciones, como las huelgas en diferentes sectores de la economía y la drástica reducción del gasto en obras civiles asociado al inicio de los gobiernos departamentales y locales. Estas circunstancias llevaron al Gobierno Nacional a revisar a la baja su meta de crecimiento anual para 2008 de 5,0% a 4,0%.

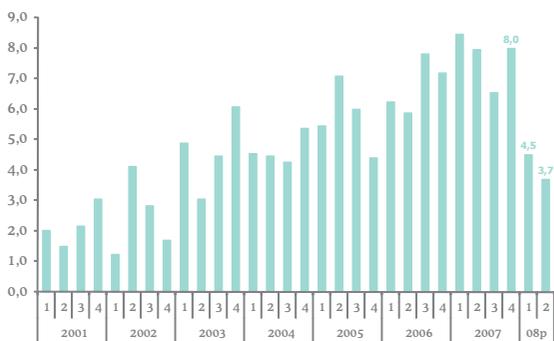
El consumo de los hogares continuó moderándose y su variación anual se ubicó en 3,1% (un año atrás se ubicó en 6,2% anual). La compra de bienes durables, que decreció 0,4% anual (en junio de 2007 crecía 25,6% anual), fue el componente que más se desaceleró. Este comportamiento era previsible, en parte, por la política restrictiva implementada por el Banco de la República que disminuyó la dinámica del crédito. Sin embargo, el efecto final fue amplificado por el impacto negativo que tuvo sobre el ingreso disponible de los hogares el aumento de la inflación de alimentos y de bienes regulados.

La inversión de la economía, medida por la FBKF creció 7,8% anual (la mitad de un año atrás) y representó un 24,7% del PIB, aún por encima del promedio desde el año 2000, 18,0%. La menor dinámica de este gasto se explica por la contracción del gasto en obras civiles y la reducción de la inversión en equipo de transporte (que cayó 6,4% anual en el segundo trimestre). Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo mantuvo su dinamismo creciendo 22,0% anual, posiblemente por la actividad de los sectores de hidrocarburos y minería que han sido los principales receptores de inversión extranjera directa.

El déficit de la demanda externa neta aumentó nuevamente, aunque a una tasa menor a la observada en periodos anteriores. La menor dinámica de la demanda interna se reflejó en el comportamiento de las importaciones, que más que compensó la disminución del crecimiento de las exportaciones, asociada con la menor actividad económica de nuestros principales socios comerciales y la restricción a la importación de carros impuesta por Venezuela.

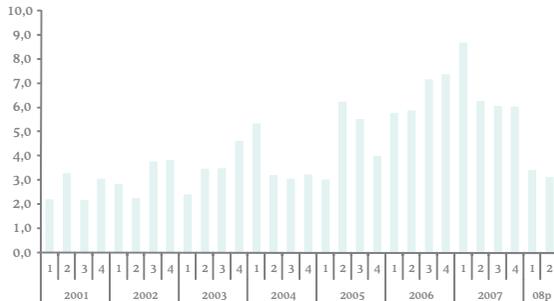
El mercado pronosticaba una tasa de crecimiento de 4,4% según la encuesta de Bloomberg previa al informe del DANE.  
 FBKF: formación bruta de capital fijo (inversión sin acumulación de existencias).

### Producto Interno Bruto Variaciones interanuales %



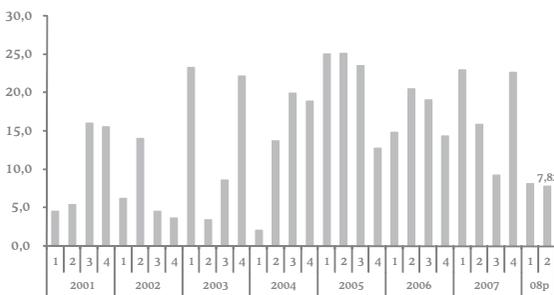
Fuente: DANE. Cálculos propios

### Consumo de Hogares Variación Anual %



Fuente: DANE. Cálculos propios

### Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) Variación Anual %



Fuente: DANE. Cálculos propios

## El comportamiento esperado de la economía mundial permite prever que en los próximos dos años la economía colombiana crecerá por debajo de su potencial.

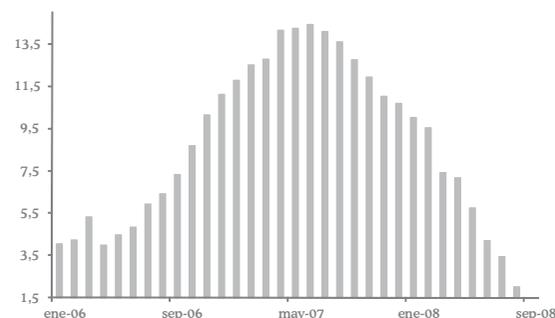
En los últimos meses las condiciones externas se han deteriorado más de lo esperado. Después del anuncio de la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre, se han acentuado los efectos de la crisis financiera sobre el sector real y financiero de las economías de los países desarrollados. En la zona Euro, Japón y Estados Unidos se anticipan tasas de crecimiento negativas para los próximos trimestres.

Se espera que los efectos de la coyuntura externa se transmitan a la economía colombiana mediante dos canales. El primero sería el financiero, donde el aumento en la aversión al riesgo y la menor disponibilidad de liquidez en dólares terminarían propiciando un menor flujo de capitales hacia el país, elevando los costos de financiamiento de las empresas, hogares y gobierno. Esto alteraría la financiación de proyectos de inversión, así como las operaciones de comercio exterior. El segundo canal sería el real donde la desaceleración del crecimiento mundial propiciaría una fuerte corrección a la baja del precio internacional de materias primas y combustibles, reduciendo los términos de intercambio colombianos. Así mismo, se anticipa una menor demanda por exportaciones de bienes no tradicionales, al igual que una reducción del flujo de remesas de trabajadores dada la contracción del mercado laboral en Estados Unidos y España. Finalmente, los indicadores de confianza de hogares y empresarios han mostrado un marcado descenso, asociado al deterioro de las expectativas económicas para los próximos 6 a 12 meses. Esto último puede llevar a posponer decisiones de consumo e inversión, acentuando la desaceleración económica.

## Para este año esperamos un crecimiento alrededor de 3,7%. En el 2009 este sería cercano al 3,0%

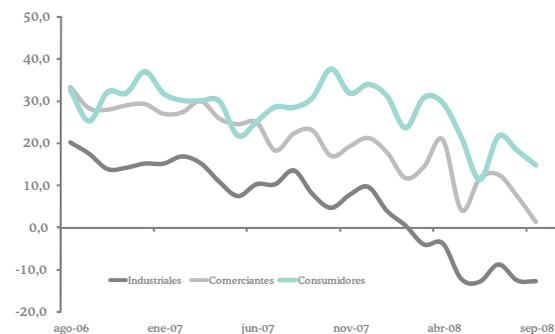
Los indicadores adelantados disponibles muestran que la economía seguiría desacelerándose en lo que queda del año. Los resultados de septiembre de la encuesta de Fedesarrollo evidenciaron que la confianza de los industriales, los comerciantes y los consumidores no se recupera. Así mismo, en agosto la producción industrial sin trilla se contrajo 8,8% anual. Igualmente, el crecimiento de las ventas industriales mes a mes ha sido débil y las empresas han acumulado inventarios no deseados, como lo señalan las encuestas de la ANDI y Fedesarrollo. Por otra parte, las licencias de construcción y la demanda por energía crecieron mensualmente en agosto y septiembre -0,3% y 2,1%, respectivamente. De esta forma, al persistir la debilidad de la demanda interna la industria y el comercio continuarían presentando variaciones modestas a lo largo del semestre. En el caso de la construcción de edificaciones se mantendría el ritmo de expansión observado en la primera mitad del año por la culminación de los proyectos que están en proceso. Sin embargo, se trataría de un periodo de corta duración puesto que los demás indicadores como las licencias de construcción muestran una disminución en el inicio de nuevos proyectos lo que se reflejará en una menor actividad de este sector en los primeros trimestres del siguiente año.

## Producción Industrial Sin Trilla Variación acumulada 12 meses %



Fuente: DANE

## Índice de confianza de industriales, comerciantes y consumidores



Fuente: Fedesarrollo

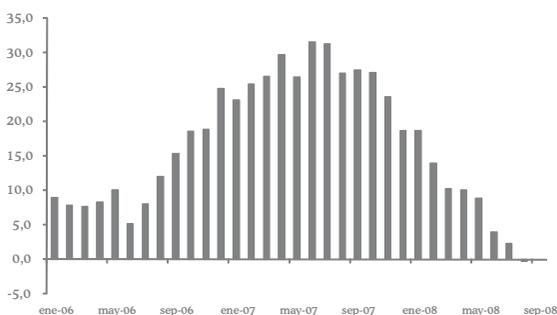
### Crecimiento del PIB por sectores productivos

	2007	1S08	2T08
Sector financiero y empresas	6,7	6,1	5,3
Sector social	3,9	3,3	2,7
Industria	9,5	1,7	1,1
Comercio	9,9	3,4	3,6
Agropecuario	3,4	3,7	3,6
Transporte	10,1	6,0	4,7
Minas	2,7	6,2	7,6
Electricidad, gas y agua	3,3	1,2	1,7
Construcción	13,9	0,5	0,3
PIB	7,7	4,1	3,7

Fuente: Cálculos Propios

### Licencias de Construcción

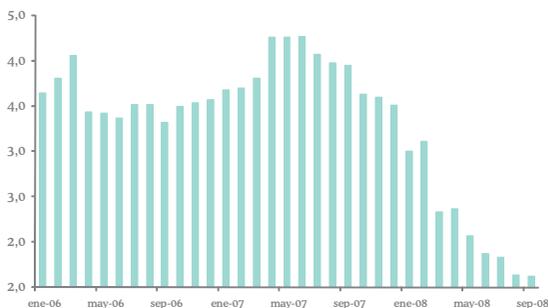
Variación acumulada 12 meses %



Fuente: DANE

### Demanda de Energía

Variación acumulada 12 meses %



Fuente: XM

En el SEE esperamos que la tasa de crecimiento del producto en 2008 sea cercana a 3,7% anual. Esto es coherente con una mayor desaceleración de la inversión privada y con el consumo de los hogares aumentando a tasas anuales ligeramente mayores al 3,0%. Para el próximo año y teniendo en cuenta el entorno externo menos favorable que enfrenta la economía colombiana, hemos modificado a la baja el rango de crecimiento con un valor puntual de 3,0%. Esta variación se relaciona con una dinámica de la inversión bruta impulsada por la ejecución de obras civiles a nivel departamental y municipal, y una leve recuperación del consumo de los hogares ante la probable reducción de la inflación de alimentos y la implementación de un proceso de normalización de la política monetaria. La demanda externa neta seguiría siendo negativa ante la expectativa de una expansión modesta de las exportaciones, asociada con la menor demanda global y la compensación parcial que propiciaría el ajuste cambiario observado a octubre de 2008.

Las fortalezas de la economía para enfrentar la coyuntura internacional se basan en la mejoría que han tenido los indicadores macroeconómicos. Específicamente en los últimos años se emprendió un proceso de reducción del déficit fiscal, complementado este año por una corrección en el déficit en cuenta corriente. Por otra parte, durante el periodo de apreciación se dio una recomposición de la deuda pública a favor de la deuda interna lo que redujo el riesgo cambiario y se aprovechó la oportunidad para aumentar las reservas internacionales del país. Las empresas también aprovecharon la situación para disminuir su deuda externa. Así mismo, a pesar del reciente aumento de la prima de riesgo país (medida por el EMBI Colombia) y la fuerte reducción de los términos de intercambio, estos indicadores se encuentran dentro del promedio observado a lo largo del presente siglo y por debajo de los observados durante el cierre de capitales en la segunda mitad de 2002.

### El balance de riesgos del pronóstico de crecimiento está sesgado a la baja

Este pronóstico presenta sesgos a la baja definidos por el comportamiento de los indicadores líderes de la economía revisados anteriormente. Así mismo, fueron hechos bajo un escenario de alta incertidumbre, en donde no son claros los efectos del plan de rescate financiero aprobado por el Congreso de Estados Unidos ni la severidad de las restricciones de crédito y liquidez que tendrá la economía mundial en el futuro.

La posibilidad de implementar una política monetaria contracíclica, además de la decisión del Gobierno Nacional de acudir a las entidades multilaterales para cubrir las necesidades de financiamiento externo del próximo año, ayudarían a amortiguar el efecto de la coyuntura externa adversa en los próximos meses. Sin embargo, la efectividad de estas herramientas está acotada por el comportamiento del tipo de cambio y de la prima de riesgo país.

Infelizmente, a pesar de los esfuerzos del Gobierno por controlar el gasto público, el espacio para la ejecución de una política fiscal contracíclica es mínimo, Estas circunstancias podrían ubicar el crecimiento anual para el 2008 y 2009 por debajo del pronóstico puntual señalado anteriormente.

Los mayores precios internacionales de materias primas, el fuerte invierno y los excesos de gasto del pasado reciente explican el aumento de la inflación a lo largo del año.

A lo largo del año, la inflación ha mantenido una tendencia al alza explicada por el efecto de los mayores precios internacionales de materias primas y combustibles, el elevado crecimiento de la demanda interna durante los años 2006 y 2007 que generó excesos de gasto, el efecto que ha tenido el fuerte invierno sobre alimentos como tubérculos y hortalizas, y el aumento de los servicios públicos explicado por los mecanismos de indexación del sistema tarifario.

En octubre, la inflación volvió a sorprender al alza a los mercados llevando la tasa interanual hasta 7,9%. El promedio de las diferentes medidas de inflación básica siguió elevándose hasta llegar a 6,3%, en tanto que la inflación interanual sin alimentos llegó a 5,5%. Este comportamiento, asociado con un ajuste en el precio relativo de los alimentos y bienes regulados, se está transmitiendo a las expectativas de inflación las cuales continúan desalineadas con la meta establecida por el Banco de la República.

Por otra parte, el comportamiento reciente del IPP muestra un aumento importante tanto de la inflación de bienes importados como de los bienes de consumo intermedio asociados a la depreciación del peso en los últimos meses. Esto indicaría que las empresas colombianas estarían enfrentando actualmente presiones inflacionarias de costos.

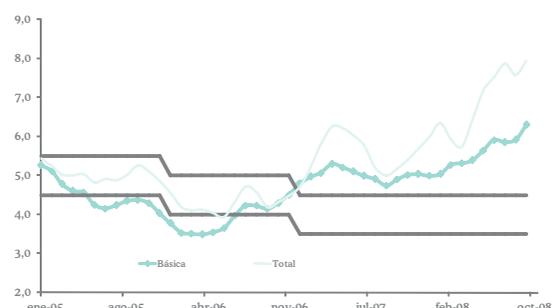
**La inflación interanual estaría próxima a iniciar una fase descendente que duraría hasta el tercer trimestre de 2009**

En el SEE esperamos que la inflación finalice el año alrededor de 7,2% lo que implicaría una disminución de ésta durante los meses de noviembre y diciembre. Esto sucedería debido a un mejor comportamiento del precio de los alimentos y por una corrección parcial del ajuste que tuvo en octubre el grupo de diversión, cultura y esparcimiento. De esta manera, el pronóstico contempla una disminución de la inflación sin alimentos que posiblemente se reflejará en una corrección a la baja del promedio de los indicadores de inflación básica.

Para 2009 se espera que la inflación presente una disminución importante hasta el mes de agosto y finalice el año alrededor de 4,5%. Este pronóstico descansa en el supuesto que el precio de los alimentos tendría un desempeño normal considerando que no se presentarían nuevamente fenómenos climáticos como El Niño o La Niña que afectaron los procesos de siembra y cosecha. Así mismo, tiene en cuenta la importante reducción que ha tenido lugar en los precios internacionales de alimentos y combustibles, aliviando la presión inflacionaria que ejercieron a lo largo de los últimos dos años. De la misma manera, considera el efecto que ha tenido la menor expansión económica sobre los indicadores de utilización de capacidad instalada, lo que mostraría que las presiones inflacionarias de demanda estarían y cediendo al tiempo que la economía colombiana estaría próxima a operar por debajo de su potencial.

## Indicadores de Inflación

Variación anual %



Fuente: Banco de la República

## Inflación esperada en los próximos 12 meses

Variación anual %



Fuente: DANE y Banco de la República. Cálculos propios

## Índice de Precios al Productor

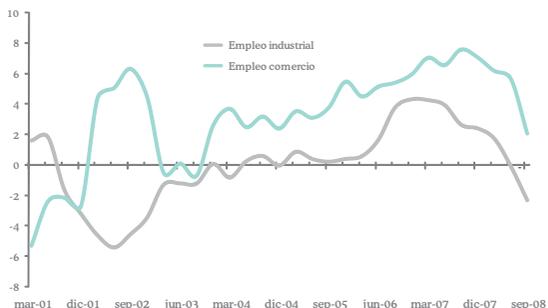
Variación anual %



Fuente: Banco de la República

### Empleo industrial y del comercio minorista

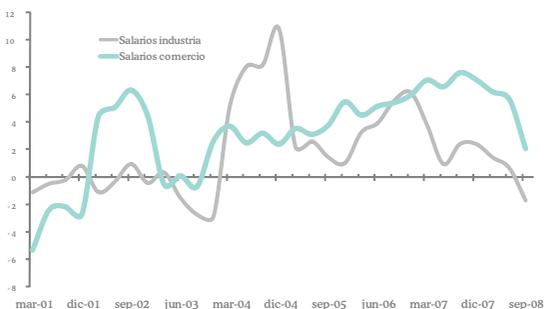
Variación interanual %



Fuente: Dane

### Salario real industrial y del comercio minorista

Variación interanual %



Fuente: Dane

\* Los datos de salario industrial para el tercer trimestre de 2008 corresponden a julio y agosto únicamente

### Supuestos macroeconómicos Plan Financiero 2008 y 2009

	2008	2009
Variación (%) PIB real	5,0	5,0
Variación (%) PIB nominal	9,1	10,0
TRM promedio	\$ 1.867	\$ 1.948
TRM fin periodo	\$ 2.100	\$ 1.921
Devaluación fin de periodo (%)	8,0	1,0
Devaluación promedio periodo (%)	7,0	2,3
Provisión incremento salarial (%)	6,41	6,00
Petróleo (WTI)	US\$123	US\$100*

Fuente: CONFIS, Plan financiero 2009 y Proyecto de Presupuesto General de la Nación 2009

### El balance de riesgos sobre el pronóstico de inflación está sesgado al alza.

En la elaboración de este pronóstico se reconoce que existen factores de incertidumbre además de riesgos que pueden sesgarlo al alza. En primer lugar no es claro cuál será la transmisión de la depreciación del peso al precio final de alimentos y combustibles en un entorno de menor crecimiento global. De esta manera, un factor de riesgo al alza del pronóstico es la posibilidad de un repunte mayor de lo anticipado de la inflación de bienes transables. Sin embargo, al tener en cuenta la desaceleración económica y la reducción del precio internacional de las materias primas, se considera que el traspaso de estos mayores costos al precio de los bienes finales sería menor al observado durante 2003. Otro factor sería la posibilidad de efectos de segunda ronda sobre las negociaciones salariales como lo muestra la propuesta inicial de las centrales obreras para un ajuste del 15,0% del salario mínimo. La información reciente muestra que las tensiones en el mercado laboral han ido cediendo. Por una parte los indicadores de empleo muestran una menor dinámica asociada con el menor crecimiento económico, y el ajuste de los salarios reales de la industria y el comercio habría cedido de manera significativa durante el tercer trimestre del año. De esta manera, se espera que los efectos de segunda ronda sobre las negociaciones salariales sean acotados.

### El plan financiero del gobierno está comprometido

El pasado 16 de septiembre fue publicado el plan financiero 2009 junto con la metas en términos de balance fiscal para el año 2008. El Gobierno Nacional Central —GNC— espera un déficit equivalente a 3,1% del PIB, con un superávit primario de 0,7% del PIB para este año y un déficit de 3,0% del PIB consistente con un superávit primario de 0,4% del PIB para 2009. Los desarrollos de la coyuntura externa indican que el escenario macro sobre el cual se establecieron estas metas es bastante optimista. Para 2008 y 2009 contemplan una tasa de crecimiento de la economía del 5,0% la cual es poco probable de alcanzar. De hecho, recientemente el GNC revisó a la baja sus pronósticos a 4,0% y 3,5% para este y el próximo año. Así mismo, considera un comportamiento del tipo de cambio que no tiene en cuenta el aumento de la prima de riesgo país ni la reducción de la liquidez internacional. Finalmente, contempla un precio internacional del petróleo muy superior a las proyecciones de los analistas y que no parece consistente con la desaceleración económica global. De esta forma, las proyecciones oficiales de las cuentas fiscales presentan un sesgo optimista y es muy probable un déficit más amplio al contemplado por el Gobierno. En diferentes ocasiones el Ministro de Hacienda ha anunciado que, se mantienen las metas fiscales y que de observarse una reducción de los recaudos tributarios, se adelantaría un recorte proporcional en el gasto que garantice su cumplimiento. Sin embargo en una etapa de desaceleración del ciclo es cuando la demanda por programas de protección social se incrementa por lo que el margen de maniobra para suprimir gastos es limitado. Otro riesgo que enfrenta el plan financiero es la probabilidad de no poder realizar por completo las privatizaciones que tiene programadas, lo cual aumentaría la presión sobre el financiamiento del

déficit que seguramente recaería sobre los títulos de deuda interna.

**El balance en cuenta corriente se mantiene deficitario y se sigue financiando con la Inversión Extranjera Directa -IED-.**

El déficit en cuenta corriente disminuyó durante la primera mitad del año y se ubicó en 2,2% del PIB. Los altos términos de intercambio y el aumento de las exportaciones no tradicionales, en particular hacia Venezuela, llevaron a una expansión de 43,2% de las exportaciones totales. En tanto que la moderación de la actividad económica se transmitió a una menor tasa de crecimiento de las importaciones (23,5%); en particular las de bienes de consumo (12.6%) que reflejan el crecimiento nulo del consumo de bienes durables de los hogares. De esta manera, en los seis primeros meses del año la balanza comercial volvió a ser superavitaria. Por su parte, el déficit de la balanza de factores se amplió como consecuencia del aumento del giro de utilidades y dividendos al exterior (43,4%) debido al buen desempeño que tuvo la economía colombiana a lo largo del 2007. Las remesas de los trabajadores, que son la tercera fuente de ingresos después de las exportaciones de petróleo y carbón, aumentaron 19,6%, evidenciando que a nivel mundial el enfriamiento del mercado laboral no ha afectado por igual a los trabajadores colombianos, posiblemente porque estos se concentran en actividades de servicios que para ese momento no habían sido seriamente afectados por la restricción de crédito global.

La cuenta de capital volvió a presentar un superávit más que suficiente para financiar la cuenta corriente. La inversión extranjera directa aumentó 26,8%, dirigida principalmente a la explotación de hidrocarburos y minería. Mientras que los flujos netos financieros de largo plazo permanecieron constantes, los de corto plazo pasaron de USD 2.478 millones en la primera mitad de 2007 a -USD 1.049 millones. Este comportamiento se explica por el efecto de los controles de capitales establecido en mayo del año pasado, que frenó el endeudamiento de corto plazo del sector privado y el pago neto de deuda del sector público.

**Para 2009 se espera un menor déficit en cuenta corriente debido al menor crecimiento de la economía y las restricciones de liquidez internacional.**

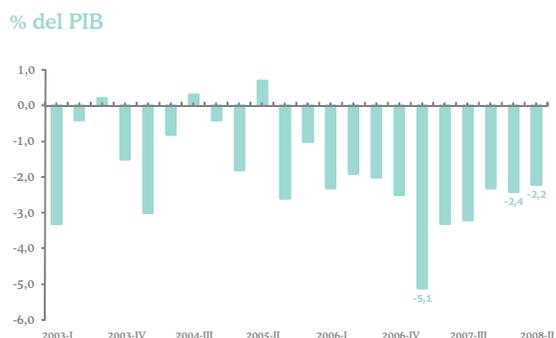
El comportamiento esperado de los fundamentales de la cuenta corriente permiten prever que está sería menos deficitaria el próximo año (-1,9% del PIB). La desaceleración del crecimiento se concentraría en una moderación de la demanda interna, en particular del gasto en inversión, que debería implicar una menor necesidad de acudir al ahorro externo para su financiación. Por otra parte, la depreciación nominal que se presentó en los últimos meses se ha transmitido al tipo de cambio real, lo cual debería incentivar la producción de bienes transables en tanto se disminuye la demanda por bienes importados. Sin embargo, otros factores dificultarán el proceso de ajuste en cuenta corriente. En primer lugar, los precios internacionales de materias primas y combustibles enfrentan presiones a la baja ante la perspectiva de menor crecimiento mundial. Para el próximo año se espera que corrijan levemente al alza frente a los niveles actualmente observados. De esta manera el valor de las exportaciones no contaría con el impulso que dieron las ventas tradicionales este año. En segundo lugar,

**Ingresos totales proyectados Plan Financiero 2008 y 2009**

Rubro	%PIB		Crecimiento de los valores nominales (%)
	2008	2009	
Ingresos Totales	18,7	20,1	17,8
Tributarios	16,7	17,1	12,7
Internos	12,8	13,2	12,9
Renta	6,1	6,7	21
IVA interno	4,9	5	11,8
GMF	0,8	0,9	10,8
Timbre	0,2	0,1	-38,1
Patrimonio	0,8	0,5	-32,2
Externos	3,5	3,7	12,7
Grav. Arancelario	1,1	1,2	12,7
IVA externo	2,4	2,5	12,7
Impuesto gasolina	0,3	0,3	3,3
No tributarios	0,1	0,1	51,9
Fondos Especiales	0,2	0,2	17,7
Recursos de Capital	1,8	2,7	65

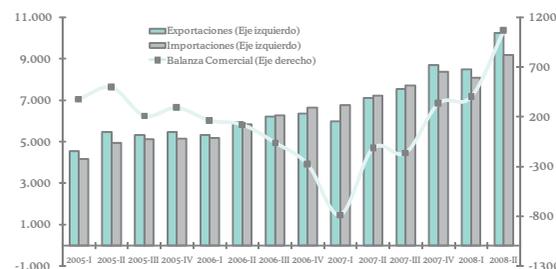
Fuente: CONFIS, Plan financiero 2009

**Saldo en Cuenta Corriente Trimestral**



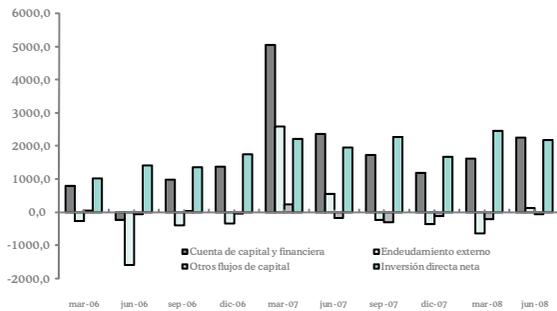
Fuente: Dane

**Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial**  
Millones de Dólares



Fuente: Dane

**Cuenta de capital y financiera**  
Millones de dólares



Fuente: Dane

el menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales deberá reflejarse en una reducción de la demanda por bienes no tradicionales. En cuanto a la cuenta de capitales se espera una reducción de los flujos por las restricciones de liquidez a nivel global y los mayores costos de financiamiento asociados con la mayor aversión al riesgo. En particular en el caso de la IED se esperan entradas alrededor de USD 6.000 millones principalmente al sector de hidrocarburos y minerales. La menor disponibilidad de ahorro externo se constituye en uno de los principales factores de vulnerabilidad de la economía colombiana el próximo año. Esto implicará necesariamente un ajuste en el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, a diferencia de episodios anteriores como el de finales del siglo XX o el cierre de capitales durante 2002, en esta ocasión este proceso se dará en un entorno de bajas tasas de interés mundiales debido a la respuesta de política monetaria de los bancos centrales. Se espera que este sea un factor que contribuya a hacer menos tortuoso el proceso de ajuste.

**El balance de riesgos está sesgado hacia un mayor ajuste del déficit en cuenta corriente ante la posibilidad de un desempeño de la economía mundial más modesto del contemplado en el escenario base.**

La posibilidad de observar un menor crecimiento del PIB el próximo año está explicada, principalmente, por la eventual necesidad de tener que hacer un ajuste más fuerte en el déficit en cuenta corriente. Esto sucedería en el caso de que el desempeño de la economía mundial sea más modesto de lo contemplado en el escenario base. En ese caso los precios de materias primas y combustibles podría caer al menos un 30% más de lo que se ha presentado en lo corrido del año. Así mismo esto también se transmitiría en una mayor debilidad de la demanda por exportaciones no tradicionales. Finalmente, los ingresos por remesas se reducirían ante la debilidad del mercado laboral, en particular en Estados Unidos y España de donde provienen el 72% de los giros totales. Todas estas son presiones que aumentarían el déficit en cuenta corriente. Sin embargo ante el contexto externo esperado, las posibilidades de acceder a mayores flujos de ahorro externo para financiarlo son bastante limitadas. Esto obligaría a que se tenga que presentar un proceso de ajuste más profundo del contemplado en el escenario base. Este se daría por medio de una depreciación del peso mayor a la contemplada inicialmente, así como por una menor dinámica de la demanda interna tanto en inversión como en consumo de los hogares.

Tasas a/a	1tr08	2tr08	3tr08py	4tr08py	1tr09py	2tr09py	3tr09py	4tr09py	2008py	2009py
Consumo Final	3,3	2,8	2,9	3,1	2,9	3,0	3,1	3,2	3,1	3,0
Consumo Privado	3,4	3,1	3,0	2,9	2,7	2,9	2,9	3,1	3,1	2,9
Consumo Público	3,1	1,7	2,6	3,9	3,6	3,4	3,6	3,4	2,8	3,5
Inversión Bruta	13,1	8,4	5,2	4,8	2,8	2,9	3,0	3,0	7,8	2,9
Demanda interna	5,7	4,2	3,5	3,6	2,9	3,0	3,1	3,1	4,2	3,0
Exportaciones	14,1	11,6	12,6	12,1	4,0	4,2	4,6	4,9	12,6	4,4
Importaciones	15,4	10,5	9,5	9,1	3,6	3,8	3,9	3,9	11,0	3,8
Saldo exterior	17,2	9,0	5,0	4,0	3,1	3,3	2,8	2,3	8,6	2,9
PIB	4,5	3,7	3,3	3,5	2,9	2,9	3,2	3,1	3,7	3,0

### 3. Política Monetaria y Cambiaria

Hasta el tercer trimestre del año el Banco de la República endureció la postura de política monetaria con el fin de contener las expectativas de inflación

En las reuniones de junio y julio el Banco de la República (BR) adoptó medidas conducentes a endurecer la postura de política monetaria en la medida que continuó el repunte de las diferentes medidas de inflación básica, y se hizo evidente que a mediano plazo la senda más probable de inflación se estaría desviando de las metas establecidas. En la primera, anunció que a partir del mes de septiembre se eliminaban los encajes marginales, pero a cambio se aumentaban los encajes ordinarios. De esta manera, la reserva requerida para los depósitos en cuentas de ahorro y corriente pasó de 8,3% a 11,5%, al tiempo que para los CDT el cambio fue de 2,5% a 6,0%. El efecto neto de esta decisión fue una pérdida de liquidez del sistema bancario. Luego en la reunión de julio, tomó la decisión de aumentar la tasa de interés de referencia (REPO) en 25 pb hasta 10,0%.

En las reuniones que tuvieron lugar durante el tercer trimestre se evidenció un cambio en el tono de los comunicados de prensa, mostrando una variación del balance de riesgos en la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). La discusión sobre las opciones de política pasó de escoger entre aumentar o mantener tasas, a mantenerlas o reducirlas, en respuesta al deterioro mayor de lo previsto de la situación externa y la desaceleración del crecimiento del PIB más rápida de lo anticipado. Las minutas de las reuniones amplían esta visión y aclaran que debido al comportamiento de la inflación y su efecto sobre las expectativas, no se había presentado una reducción significativa de los riesgos inflacionarios.

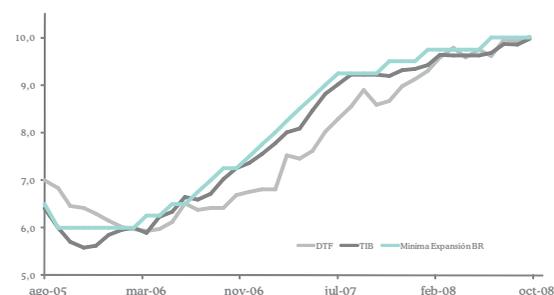
En la reunión de octubre, a pesar de mantener la tasa de intervención inalterada, se tomaron decisiones conducentes a ampliar la liquidez que se pueden considerar como el preámbulo de un cambio en la postura de política monetaria. No obstante, el comunicado de la última reunión señala explícitamente que el próximo movimiento de política monetaria sería una reducción de la tasa de interés de referencia, aclara que esto se haría una vez las expectativas de inflación de mediano plazo corrijan hacia las metas anunciadas.

**El Banco de la República estaría próximo a iniciar un ciclo de reducciones de su tasa de intervención, implementando así una política monetaria contracíclica.**

La JDBR tomará las próximas decisiones de política monetaria bajo un contexto complejo. Por una parte, aún no están claros los impactos de las decisiones de política sobre las tensiones de liquidez y la situación financiera y económica. Los bancos centrales de los principales países desarrollados tomaron durante las últimas semanas la decisión de reducir de manera coordinada sus tipos de interés en respuesta a la turbulencia financiera, y luego en sus reuniones programadas volvieron a recortar sus tipos de referencia. Esta medida, además del conjunto de decisiones implementadas en las últimas semanas, se interpreta como una señal

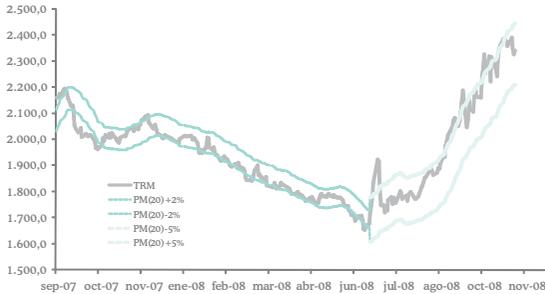
#### Tasa del Mercado

Promedio Mensual EA



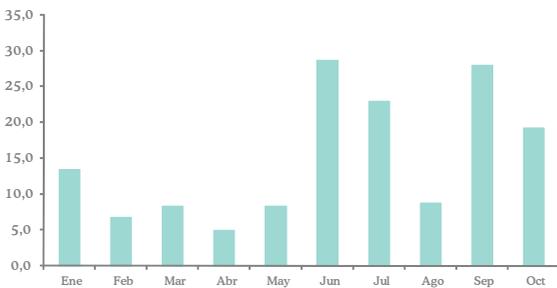
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República

### Tasa de Cambio Diaria COP/USD



Fuente: Banco de la República

### Volatilidad del tipo de cambio en 2008: promedio de la diferencia entre el precio mínimo y máximo durante el día



Fuente: Banco de la República, Cálculos propios.

### Índice de Tipo de Cambio Real Base 1994



Fuente: Banco de la República

de que los efectos de la restricción del crédito sobre el sector real en la economía mundial serían más fuertes de lo inicialmente esperado.

Por otra parte, en Colombia las medidas de inflación básica y las expectativas de inflación se mantienen elevadas, al tiempo que se profundiza la desaceleración del crecimiento. Finalmente, existe incertidumbre sobre el resultado de la negociación del salario mínimo.

En cuanto a la postura de tasas de interés, el BR espera que inflación termine el próximo año alrededor del 5,0%, al tiempo que considera que el crecimiento del PIB estaría ente 1% y 4%. Así mismo, el BR destaca la corrección que han venido presentando las expectativas de inflación. De esta manera, consideramos probable que el BR inicie su proceso de reducción de tasas de interés en lo que resta del año. Esto continuaría a lo largo de 2009 y la tasa de referencia llegaría a niveles cercanos a 8,0%. Los riesgos sobre esta proyección van en direcciones opuestas. Por una parte, es posible que debido al aumento de la prima de riesgos y las presiones a la depreciación del tipo de cambio puedan llevar a que el BR adelante de manera menos agresiva el proceso de normalización de la política monetaria. Por otra parte, está la posibilidad de observar un mayor deterioro del crecimiento mundial que terminaría afectando de manera más drástica a la economía colombiana, dando espacio para un mayor relajamiento de la política monetaria. El efecto neto esperado sobre el balance de riesgos es que el BR termine recortando sus tipos de interés de manera más agresiva.

### El deterioro de las condiciones económicas mundiales y el aumento de la prima de riesgo país han llevado a un proceso de ajuste cambiario

En junio, cuando las presiones a la apreciación del tipo de cambio llegaron a su clímax, la JDBR tomó un conjunto de decisiones que se interpretaron como un nuevo intento por estabilizar el tipo de cambio. En el transcurso de un par de semanas se modificó la estrategia de acumulación de reservas, se elevó la condición para la convocatoria automática para la subasta de opciones de volatilidad y finalmente, se anunció la suspensión de éstas hasta nuevo aviso. El efecto de estas decisiones fue un incremento notorio de la volatilidad del mercado, medida como la diferencia entre la tasa máxima y mínima durante el día de cotización, la cual se exacerbó con la evolución de la situación financiera internacional y el aumento de la aversión al riesgo. Finalmente, el 6 de octubre el BR anunció que activaba nuevamente el mecanismo de subastas para el control de volatilidad.

Producto del desarrollo de la turbulencia financiera, la caída de los precios internacionales de materias primas y combustibles, y del aumento de la aversión al riesgo, el tipo de cambio nominal se depreció 34,8% entre el 8 de julio y el 11 de noviembre del presente año, dando espacio para que el BR volviera a concentrar sus esfuerzos en el control de la inflación. Este movimiento se transmitió al tipo de cambio real el cual se depreció en los últimos cuatro meses, permitiendo una sana corrección del proceso de apreciación real que se acentuó en los últimos dos años.

Las proyecciones sobre el tipo de cambio están acompañadas por un alto nivel de incertidumbre. Sin embargo, al tener en cuenta los fundamentales de la economía colombiana y su comportamiento esperado

en los próximos meses, se prevé que a lo largo del 2009 el tipo de cambio debería depreciarse. Lo más probable es que a lo largo del próximo año se mantengan las tensiones de liquidez en dólares, lo que disminuirá los flujos de capitales hacia el país. Por otra parte, los términos de intercambio serán menores a los observados a lo largo del presente año y se espera que la prima de riesgo se mantenga elevada hasta corregir hacia los niveles históricos. De esta manera, lo más probable es que el peso colombiano enfrentará presiones hacia la depreciación que permitirán, además, ajustar el déficit en cuenta corriente del país. No obstante, no se descarta que los niveles observados actualmente puedan estar reflejando una sobre reacción del mercado por lo que podría presentarse una leve corrección del tipo de cambio nominal en los próximos meses.

Para 2009 el SEE espera una depreciación promedio cercana a 15%, consistente con los supuestos descritos anteriormente. En esta ocasión, la incertidumbre del pronóstico es mayor a la usual teniendo en cuenta la alta volatilidad que han presentado los mercados a nivel global ante el desarrollo de la situación financiera internacional. El balance de riesgos del pronóstico es hacia una mayor depreciación en 2009, teniendo en cuenta que se podrían intensificar las tensiones sobre la liquidez en dólares, la posibilidad de que el choque sobre la prima de riesgo que actualmente se observa sea más persistente y que se requiera de un mayor ajuste del déficit en cuenta corriente.

## 4. Sistema Financiero

### Menor dinamismo en la expansión crediticia

#### Evolución del Crédito Total del Sistema

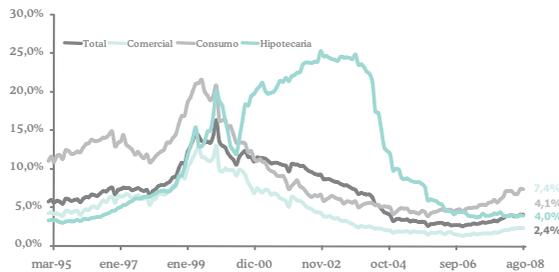
Crecimiento interanual



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

#### Calidad de la Cartera Total

Indicador tradicional



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Desde mediados de 2007, la actividad crediticia del sistema financiero se ha desacelerado como consecuencia de una política monetaria más restrictiva implementada por el Banco Central desde el segundo trimestre de 2006 pero intensificada en el segundo trimestre de 2007. Adicional a la política monetaria, el ciclo de consumo de los hogares llegó a su fase descendente desde finales de 2007 luego de un elevado dinamismo especialmente en bienes durables. Otra variable que afectó de manera importante el comportamiento de la cartera es el aumento del precio de los alimentos y regulados durante 2008 que afecta negativamente el ingreso disponible para las familias.

La desaceleración en el ritmo de expansión de la cartera se ve reflejada en un crecimiento de la misma a tasas cercanas a la mitad de lo observado 18 meses atrás. Estos datos nos siguen mostrando crecimientos por encima del crecimiento nominal de la economía colombiana.

A futuro esperamos que continúe la desaceleración del crédito total ante la intensificación de la crisis global y sus posibles efectos sobre el crecimiento de la economía colombiana y la disponibilidad de financiamiento. La cartera de consumo será la más afectada, como lo hemos visto hasta el momento, pero la desaceleración se intensificará luego en la comercial e hipotecaria.

La desaceleración esperada de la inversión en 2009 afectará el desempeño de la cartera comercial y una desaceleración en el ritmo de licencias de construcción aprobadas muestra que a partir del segundo trimestre de 2008 se han visto efectos sobre el desempeño de este sector y su demanda de crédito.

Las captaciones del sistema financiero también se verán afectadas por una desaceleración ante la menor disponibilidad de recursos como consecuencia de la desaceleración del crecimiento.

### A pesar del aumento de la cartera vencida los riesgos se mantienen acotados

La tasa de expansión de la cartera vencida se mantiene alta, a pesar de que se moderó marginalmente durante los últimos meses. Sin embargo, ante la desaceleración en la colocación de cartera los indicadores de cartera vencida desmejoran. Para el total de la cartera, el indicador de cartera vencida se ubica en un nivel cercano al 4%. Sectorialmente, la cartera con mejores indicadores es la comercial y la cartera de consumo es la que deteriora más rápido.

En lo que resta de 2008 y 2009 se espera que el deterioro de la cartera continúe pero en rangos soportables por el sistema. Los indicadores del sistema financiero son sólidos y tiene soportes para afrontar los embates de la desaceleración y sus efectos sobre la cartera vencida.

## Inflación y precios relativos en Colombia en los últimos 60 años

La decisión del Banco de la República de implementar una política monetaria restrictiva para enfrentar los brotes inflacionarios de los últimos dos años ha sido ampliamente criticada por algunos analistas económicos, sectores de la prensa y representantes gremiales. Estos grupos señalan que la dinámica de la inflación se explica por dos factores: los aumentos de los precios internacionales de materias primas y combustibles, y por el fuerte invierno que ha enfrentado el país. El primero se reflejó en el mayor incremento del precio de los bienes regulados, en particular gas y combustibles, así como en el precio de algunos alimentos como los aceites y cereales. El segundo factor hace referencia al efecto que ha tenido la fuerte temporada invernal sobre el precio de hortalizas, frutas tubérculos y leche. De esta manera el repunte de la inflación está asociado a choques de oferta por lo que la política monetaria no debería responder. O en las palabras de los críticos, no es claro cómo un aumento de tasas de interés va a propiciar una reducción en el precio internacional del petróleo o va a estimular las siembras de tubérculos y hortalizas en el territorio nacional. Por el contrario lo que se estaría haciendo con las medidas del Banco de la República es frenar innecesariamente el crecimiento de la economía.

Este recuadro propone mostrar de manera sencilla que las decisiones de política implementadas han sido adecuadas. Para esto se analiza la evolución de la inflación en Colombia en los últimos 60 años y se presenta la evolución de los precios relativos de diferentes grupos que conforman la canasta del IPC. La simple observación de los datos muestra que en Colombia la variación del precio de los alimentos y bienes regulados tradicionalmente ha estado por encima de la inflación total, por lo que el precio relativo de estos grupos se ha incrementado de manera sostenida para el periodo de estudio, por lo que han presionado de manera permanente la inflación al alza. Igualmente se observa que la tasa a la cual se han ajustado los precios de estos bienes se ha moderado, en la medida que la inflación total ha cedido. De esta manera se puede afirmar que la política monetaria ha incidido en el ajuste del precio de los alimentos y bienes regulados. Lo anterior confirma que desde una perspectiva de largo plazo, como señaló Milton Friedman, la inflación es un fenómeno monetario.

Se agradece a Edgar Caicedo, Profesional Experto de Inflación del Banco de la República por facilitar la información desagregada del IPC desde 1954.

### Revisión de la dinámica de la inflación<sup>3</sup>

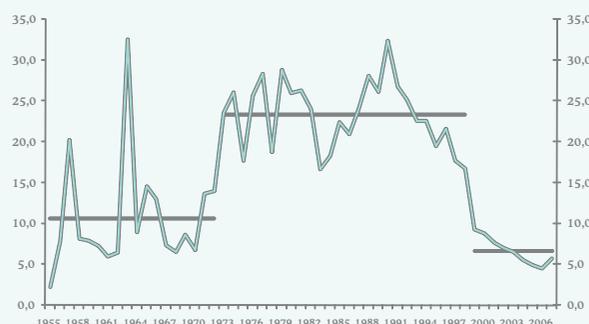
La evolución de la inflación en Colombia desde 1955 hasta 2007 permite identificar tres etapas. La primera entre 1955 y 1972 caracterizada por una media alrededor de 10,0% y alta volatilidad. Luego entre 1973 y 1998 donde el valor promedio se duplica (alrededor de 23%) pero con un comportamiento menos variable.

Finalmente la tercera entre 1999 y 2007 con la media más baja (6,6%) y la menor volatilidad en los últimos sesenta años.

De esta manera se podría afirmar que dentro de las ganancias en términos de bienestar que ha tenido la implementación de las medidas de política monetaria en las últimas dos décadas, está la reducción de la inflación y su estabilidad, lo cual disminuye la incertidumbre sobre su evolución en el futuro y permite un mejor comportamiento de las expectativas.

### Inflación Total

Variación anual %



Fuente: Banco de la República

Al desagregar los componentes del IPC entre alimentos y sin alimentos se encuentra que en los tres periodos identificados presentan un comportamiento similar en su media y desviación. Sin embargo, es claro que la media y la volatilidad de la inflación de alimentos ha sido sistemáticamente superior a la del IPC total.

La disponibilidad de datos no permite hacer una mayor desagregación de la inflación sin alimentos entre los grupos de transables, no transables, y regulados sino a partir de 1973. El comportamiento de la media y la desviación muestra que para cada una de las canastas la fluctuación ha estado alrededor de la inflación total, aunque para el caso de los bienes regulados, su media y volatilidad ha sido sistemáticamente mayor a la de la inflación total e inflación sin alimentos, al tiempo que en el caso de los bienes transables y no transables han sido siempre menores.

De esta manera se concluye que a lo largo del período analizado las variaciones de los precios de los grupos que conforman el IPC

### Inflación por grupos

	Media	Desviación
<b>Total</b>		
1955-1972	10.6	6.9
1973-1998	23.3	4.2
1999-2007	6.6	1.7
<b>Alimentos</b>		
1955-1972	11.2	9.8
1973-1998	24.1	6.3
1999-2007	7.5	2.1
<b>Sin Alimentos</b>		
1955-1972	10.5	6.0
1973-1998	23.1	4.0
1999-2007	6.2	2.2
<b>Transables</b>		
1973-1998	22.4	4.6
1999-2007	5.8	3.8
<b>No Transables</b>		
1973-1998	22.0	5.9
1999-2007	4.9	0.7
<b>Regulados</b>		
1973-1998	25.3	9.2
1999-2007	11.6	5.5

Fuente: DANE y Banco de la República. Cálculos propios

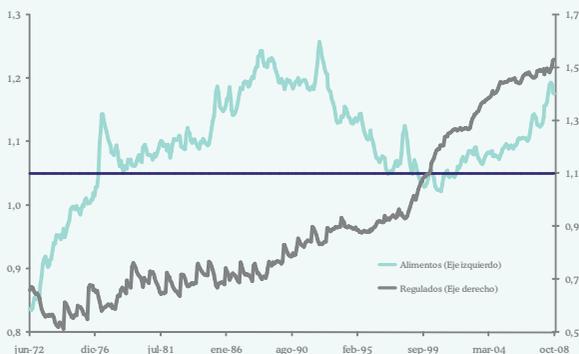
siempre han estado alrededor de la inflación total. Lo anterior sugiere que una política monetaria orientada a lograr una inflación baja y estable permite reducir el promedio y la volatilidad de la variación de precios de canastas como alimentos y regulados, que claramente en el corto plazo no responden a la tasa de interés o el crecimiento de los agregados monetarios.

### La evolución de los precios relativos

Un precio relativo se define como la relación entre el precio de un bien o grupo respecto al conjunto total de precios que conforman una canasta generalizada, como lo es el IPC. De esta manera lo que indican es si la evolución en el tiempo del precio del bien en cuestión ha sido mayor, igual o menor que la del conjunto de precios de la economía.

Si un precio relativo permanece constante en el tiempo, no necesariamente la inflación tiene que ser cero, o que el precio del bien estudiado haya permanecido inalterado. Por el contrario, lo que señala es que la variación en el precio del bien ha sido igual a la de los demás bienes de la economía, es decir, a la tasa de inflación observada.

### Precios Relativos Alimentos y Regulados



Fuente: DANE y Banco de la República. Cálculos propios

En el caso colombiano se encuentra que para el período comprendido entre 1972 y 2007 los precios relativos de los bienes regulados han aumentado de manera sistemática, siendo este incremento más pronunciado entre 1998 y 2005. En el caso de los alimentos se encuentra que su precio relativo aumentó entre 1972 y 1992, y que con la apertura económica se redujo hasta el año 2000. A lo largo del presente siglo, el precio relativo ha vuelto a repuntar hasta casi alcanzar el máximo observado en 1992.

En el caso de los bienes no transables, su precio relativo experimentó un descenso hasta 1992. Después tuvieron un período de aumento hasta 1997 que coincidió con el período de auge de la construcción, del consumo público, del consumo de los hogares y el deterioro sistemático del balance en cuenta corriente. A partir de 1998 el precio cae, coincidiendo con el ciclo económico hasta estabilizarse a partir de 2003.

### Precios Relativos Transables y No Transables



Fuente: DANE y Banco de la República. Cálculos propios

En el caso de los bienes transables, su precio relativo tuvo fluctuaciones alrededor de una media estable entre 1972 y 1992. A partir de ese año y hasta 1998 se observa una reducción atribuible al nuevo régimen cambiario, la apertura económica y la apreciación del tipo de cambio real. Entre 1999 y 2003 se presenta una relativa estabilidad a pesar del importante ajuste cambiario que tuvo lugar en ese período, lo que indicaría una reducción del precio internacional de este tipo de bienes que compensó la depreciación real del tipo de cambio. Finalmente el precio relativo retoma nuevamente una senda descendente que coincide con la apreciación del tipo de cambio real y la reducción de la inflación a nivel mundial.

### Conclusiones

Teniendo en cuenta que el promedio de los ajustes en el precio de las canastas estudiadas ha estado alrededor de la inflación total en los tres periodos identificados; visto desde una perspectiva de largo plazo, la política monetaria ha tenido efectos sobre el proceso de ajuste en grupos como los alimentos y regulados. Esto contrasta con el hecho de

que las variaciones de precios de estos grupos de bienes claramente no responden a las modificaciones de las tasas de interés o del crecimiento de los agregados monetarios en el corto plazo.

La dinámica de los precios relativos de los grupos en que se desagregó el IPC – alimentos, regulados, transables y no transables – muestran que los dos primeros han sido de manera sistemática fuentes de presiones inflacionarias puesto que las variaciones de sus precios han sido superiores a la inflación total. Así mismo, estos dos grupos presentan la mayor volatilidad en sus ajustes de precios, lo cual induce una mayor incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la inflación.

Las decisiones de política monetaria siempre se deben tomar con un horizonte temporal de mediano y largo plazo,

donde la información nueva se va incorporando dentro del análisis de perspectivas de crecimiento del producto y la senda esperada de inflación. Los análisis de corto plazo que sugieren que la política monetaria no debe reaccionar ante los incrementos de la inflación explicados por un repunte del precio de los alimentos o los bienes regulados, desconocen las características de la dinámica de los precios relativos de estos bienes de los últimos 40 años.

Un ejercicio complementario podría ser entonces analizar la senda de los precios relativos de estos bienes en otros países de la región y en economías industrializadas. Así mismo es deseable hacer una investigación sobre los determinantes de los ajustes de estos precios relativos y su relación con otras variables como el ciclo económico, las fluctuaciones de la tasa de cambio real y las expectativas de inflación.

## Previsiones

### Colombia

Indicadores económicos básicos	2006	2007	2008(e)	2009(e)
<b>Actividad y precios</b>				
PIB Nominal (\$, milles de millones)	377.985,4	420.708,9	468.516,4	506.412,1
PIB Nominal (USD miles de millones)	160,3	202,4	244,7	239,3
PIB Real (variación %)	6,8	7,7	3,7	3,0
IPC (Var. % prom)	4,5	5,7	7,2	4,5
<b>Sector público</b>				
Sector Público No Financiero (Balance primario, % PIB)	3,6	3,5	2,9	2,2
Superávit/Déficit fiscal (SPC, % PIB)	-0,8	-0,8	-1,0	-1,3
<b>Sector externo</b>				
Exportaciones (USD miles de millones)	23,9	29,4	38,7	37,5
Importaciones (USD miles de millones)	24,0	30,1	34,3	32,9
Balance comercial (USD miles de millones)	0,0	-0,7	4,4	4,7
Tipo de cambio nominal (\$/USD, fin de periodo)	2.238,8	2.014,8	2.328,6	2.442,7
Reservas internacionales mM\$	15,4	20,6	23,5	23,0
<b>Sector financiero</b>				
Tipo de interés de referencia (política monetaria)	7,50	9,50	9,50	8,00
<b>Indicadores laborales</b>				
Empleo total (millones de personas)	16,7	17,5	17,5	17,8
Tasa de paro (% Pob Activa)	11,8	9,9	11,5	13,0

## International Context

Commodity Prices (average)								
	2007	2008	2009		2007	2008	2009	
Brent (USD/barril)	72,8	101,0	54,5		Gold (USD/troyoz.)	697,7	879	775,0
Copper (USD/t)	7108,0	6994,0	3569,0		Soya (USD/ton)	317	458	342

GDP growth (%)					Consumer Prices (%. average)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
USA	2,9	2,0	1,4	-0,8	3,2	2,9	4,2	0,8
EMU	3,0	2,7	1,0	-0,9	2,2	2,1	3,3	1,4
Japan	2,4	2,0	0,7	-0,3	0,3	0,1	1,2	0,3
China	11,6	11,9	9,5	8,1	2,8	6,5	4,5	3,0

Exchange Rate (vs. USD, eop)					Official Interest Rate (%. eop)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
USA					5,25	4,25	0,50	0,50
EMU (\$/?)	1,32	1,46	1,30	1,15	3,50	4,00	2,50	1,50
Japan (yenes/\$)	116,4	113,1	100,7	95,6	0,24	0,06	1,20	0,30
China (cny/\$)	6,12	7,47	6,93	5,31	1,70	4,80	6,40	3,40

Latin America								
	Real GDP (%)				Consumer Prices (% end of year)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	8,5	8,7	6,9	1,9	9,9	8,5	8,0	13,0
Brazil	3,7	5,4	5,2	2,5	3,1	4,5	6,3	4,8
Chile	4,3	5,1	4,3	2,3	2,6	7,8	8,9	4,8
Colombia	6,8	7,7	3,7	3,0	4,5	5,7	7,2	4,5
Mexico	4,9	3,3	1,8	0,0	4,1	3,8	6,2	4,0
Peru	7,7	8,9	8,9	5,0	1,1	3,9	6,5	2,9
Venezuela	10,3	8,4	5,5	2,6	17,0	22,4	30,7	32,5
LATAM 1	5,4	5,6	4,4	1,8	5,0	6,0	8,1	7,0
LATAM Ex-Mexico	5,7	6,6	5,4	2,6	5,4	7,1	9,0	8,4

	Fiscal balance (% GDP)				Current Account balance (% GDP)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina 2	1,8	1,2	1,9	0,5	3,8	2,7	2,0	-0,3
Brazil	-3,0	-2,2	-1,9	-2,0	1,6	0,6	-1,8	-1,5
Chile 2	7,8	8,8	6,5	2,7	4,9	4,5	-2,7	-2,6
Colombia	-0,8	-0,8	-1,0	-1,3	-2,2	-3,4	-2,0	-1,9
Mexico	-0,1	0,0	0,0	-1,8	-0,6	-1,0	-1,5	-3,5
Peru	2,1	3,1	2,5	0,1	3,0	1,4	-2,1	-3,0
Venezuela 2	2,1	4,5	0,6	-4,2	14,7	10,5	14,2	4,3
LATAM 1	-0,5	0,0	-0,2	-1,5	2,0	0,9	-0,3	-1,7
LATAM Ex-Mexico	-0,3	0,3	0,0	-1,2	3,0	1,7	0,1	-1,0

1 Average of the 7 countries; 2 Central Government.

	Exchange rate (vs. USD end of year)				Interest rate (%. end of year) <sup>3</sup>			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	3,06	3,14	3,30	3,90	9,80	13,50	22,00	20,00
Brazil	2,15	1,78	2,30	2,10	13,25	11,25	13,75	12,75
Chile	530	499	634	603	5,25	6,00	8,25	5,25
Colombia	2239	2015	2329	2443	7,50	9,50	9,50	8,00
Mexico	10,93	10,95	12,82	12,83	7,02	7,44	8,00	5,45
Peru	3,21	2,98	3,10	3,25	4,50	5,00	6,50	6,00
Venezuela	2,00	2,00	2,15	2,70	10,26	11,70	17,50	18,00

<sup>3</sup> For each country interest rate see the following page.

## Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Colombia

Carrera 9 No. 72-21 Piso 7 Tel: (57-1) 347 1600 Ext. 1416

[www.bbva.com.co](http://www.bbva.com.co)

### Servicio de Estudios Económicos:

#### Director:

José Luis Escrivá

#### Economistas Jefe:

Europa y España

Europa: Miguel Jiménez

España: Julián Cubero

Escenarios Financieros y Ecomicós: Mayte Ledo

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido

Tendencias Globales: David Tuesta

Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Estados Unidos y México: Jorge Silicia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo

China: Li-Gang Liu

Asia ex China: Ya-Lang Liu

Sudamérica: Joaquín Vial

Argentina: Ernesto Gaba

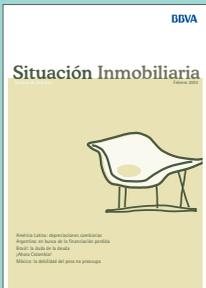
Colombia: Juana Patricia Téllez

Chile: Miguel Cardozo

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Oscar Carvalho

## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra solo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.