

# INTRODUCCIÓN

*En lo corrido de 2013 el crecimiento mundial ha sido más débil de lo esperado y los precios internacionales en dólares de los principales productos básicos se han reducido. Ello ha afectado la expansión de las economías emergentes productoras de estos bienes.*

*Desde mayo la posible normalización de la política monetaria en los Estados Unidos generó un incremento en la tasa de interés externa, una pérdida de valor en los títulos de deuda pública y privada, y una devaluación de las monedas frente al dólar.*

*En Colombia la nueva información de actividad económica y sus proyecciones sugieren que el crecimiento del segundo trimestre será mayor que el 2,8% observado a comienzos de año. En materia de precios, en el primer semestre la inflación fue baja y sus expectativas son cercanas a la meta de largo plazo (3%).*

*Cabe esperar que las reducciones en la tasa de interés de referencia del Banco de la República, junto con los programas de reactivación adelantados por el gobierno nacional, tengan pleno efecto sobre la actividad real, y conduzcan al producto cerca de la capacidad productiva de la economía.*

*Entre enero y junio de 2013 el Banco de la República compró US\$4.119,5 millones. A septiembre se acumularían compras por al menos US\$6.070 millones, de acuerdo con lo anunciado por la Junta Directiva del Banco de la República.*

Durante el primer trimestre de 2013 la economía mundial creció a un ritmo moderado, al alcanzar una tasa anualizada de 2,75%, apenas superior al 2,50% observado en el segundo semestre de 2012, según cifras del Fondo Monetario Internacional (FMI). Este desempeño, que se situó por debajo de lo esperado, combina diferentes resultados por regiones del mundo. Mientras que algunas economías desarrolladas como los Estados Unidos y Japón mantuvieron una senda de crecimiento positiva, los países de la zona del euro continuaron estancados o en recesión. Por su parte, el crecimiento de buena parte de las economías emergentes de Asia y América Latina es robusto, pero menor a lo proyectado meses atrás.

Diversos factores continúan impidiendo un mejor desempeño de la economía global. El saneamiento de los desbalances públicos y privados ha sido lento, principalmente en la zona del euro, lo que mantiene la preocupación por los elevados niveles de deuda, genera incertidumbre en los mercados financieros, deprime la confianza, dificulta el acceso al crédito e impide la recuperación de la demanda. Adicionalmente, la desaceleración observada en economías como la china, gran

consumidora de productos básicos, junto con la normalización de algunos choques de oferta presentados en 2012, ha contribuido a la reducción de las cotizaciones internacionales de varios de estos bienes, como el petróleo. El menor ingreso nacional por este concepto y la debilidad en la demanda mundial han afectado la dinámica de las economías emergentes productoras de bienes básicos.

Por su parte, los efectos del ajuste fiscal en los Estados Unidos comenzaron a sentirse desde comienzos de año, donde, a pesar de la recuperación del consumo privado, el crecimiento durante los primeros tres meses del año fue de 1,8% trimestral anualizado (ta), cifra inferior a la esperada, aunque mejor que la del último trimestre de 2012 (0,4% [esta información corresponde a la disponible para la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 26 de julio]).

Finalmente, el temor de un retiro anticipado del programa de estímulo monetario dados los anuncios de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) generó salidas de capitales de un gran grupo de economías emergentes y afectó el comportamiento de los mercados de valores desde mediados de mayo, con un mayor efecto sobre este grupo de países. De igual forma, los temores de una menor ampliación en la liquidez global llevaron a una depreciación generalizada de las monedas en relación con el dólar estadounidense.

El ambiente de incertidumbre sobre el desempeño de la actividad económica mundial, asociado entre otros factores con el menor crecimiento de China, la caída en los precios de las materias primas, los efectos de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos sobre la liquidez global, y las tensiones en el Medio Oriente han generado una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento mundial por parte de varios analistas. Para 2013 el FMI redujo sus estimaciones para las economías avanzadas de 1,3% a 1,2%, y para las emergentes de 5,3% a 5,0%. En los países desarrollados continúa el reto de combinar políticas que apoyen el crecimiento de corto plazo, sin comprometer la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo. Para las economías emergentes el principal reto será el de adaptarse a la volatilidad que generará la posible reversión de capitales asociada con la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos. A este respecto, Colombia ha consolidado un marco de política macroeconómica (monetaria, fiscal y financiera) que desincentiva los descalces cambiarios y permite tener políticas contracíclicas.

En un contexto externo caracterizado por una débil demanda mundial, caída en los precios de los bienes básicos y menores términos de intercambio, la economía colombiana tuvo una desaceleración moderada, al registrar un crecimiento de 2,8% en el primer trimestre de 2013 frente a 3,1% observado en el último del año pasado. Este desempeño era previsible y efectivamente coincidió con las proyecciones del Banco de la República. Varios factores explican este resultado, entre ellos las menores exportaciones, las cuales mostraron una contracción de 1,2% en términos reales en los tres primeros meses del año, que se compara desfavorablemente con el incremento de 9,1% alcanzado en el mismo período 2012. Algunos choques de oferta en la producción de petróleo y carbón (paros entre febrero y marzo) y las

menores cotizaciones internacionales de los productos básicos explican gran parte de este comportamiento.

Por el lado de la demanda, en el primer trimestre del año la economía colombiana mostró un consumo que aumentó a una tasa moderada de 3,5% anual, reflejo de un menor nivel de confianza de los consumidores, de un ritmo de crecimiento del endeudamiento de los hogares más bajo y de una desaceleración en el aumento del empleo asalariado. La formación bruta de capital creció 3,7%, gracias al buen desempeño tanto de la construcción y edificaciones como de las obras civiles, rubros que en el primer trimestre alcanzaron expansiones anuales alrededor de 17%. En contraste, la inversión en equipo de transporte cayó 11%.

Por el lado de la oferta, el mayor aumento se observó en la construcción (16,9%) y en los servicios sociales, comunales y personales (4,5%). Otros sectores cuyo desempeño estuvo por encima de la economía en su conjunto, pero que moderaron su ritmo de crecimiento, fueron los servicios financieros (3,4%) y los suministros de electricidad, gas y agua (3,4%). Por su parte, las actividades que aumentaron a una tasa menor a la del producto interno bruto (PIB) fueron la agricultura (2,4%), la minería (1,4) y el transporte (2,0%). La actividad industrial fue la única rama que mostró una contracción (-4,1%).

En el trimestre móvil terminado en mayo, la tasa de desempleo continuó cayendo hasta alcanzar 9,9% para el total nacional y 10,9% para las trece principales áreas metropolitanas, niveles que corresponden a los mínimos observados desde 2001. Los trabajadores asalariados continúan siendo los que más contribuyen al crecimiento del empleo, aunque lo hacen a un ritmo menor que el de finales de 2012, mientras que los no asalariados completan en mayo ocho meses consecutivos cayendo en términos anuales. Los incrementos en el número de ocupados asalariados son considerados como un indicador de mejoría en la calidad del empleo, en la medida en que este tipo de trabajo es más estable, ofrece mejores ingresos y brinda mayores posibilidades de acceso al crédito.

En junio la inflación al consumidor se situó en 2,16%, cifra inferior al registro de finales del año pasado (2,44%) y algo menor que lo esperado a comienzos de este año. La inflación anual se redujo en enero y se mantuvo ligeramente por debajo del 2,0% en el resto del primer trimestre, pero ha mostrado una leve tendencia ascendente a partir de abril, como lo anticipaban los pronósticos del Banco de la República.

Diversos factores explican las escasas presiones inflacionarias durante la primera mitad del año. La disminución en el ritmo de crecimiento económico durante 2012 y en el primer trimestre de este año impidió que surgieran presiones originadas en la demanda. La reducción de las expectativas de inflación también ha contribuido a la estabilidad de precios. En efecto, las encuestas mensual y trimestral del Banco de la República realizadas en el mes de julio muestran una inflación esperada a doce meses de 3,1% y 2,8%, respectivamente. Esta circunstancia y el bajo nivel de la inflación a finales de 2012 han favorecido ajustes limitados de varios componentes del índice de precios al consumidor (IPC) no transable como los arriendos,

los servicios de salud y los de educación. Otro factor que contribuyó a disminuir la inflación a comienzos de año fue la reforma tributaria, que se tradujo en una rebaja de los impuestos indirectos para varios productos de la canasta del consumidor, dentro de los que sobresalen comidas fuera del hogar y algunos alimentos procesados.

Ante un contexto como el anterior, donde los indicadores económicos y sus proyecciones mostraban un nivel del producto inferior al que se podría generar con la capacidad instalada, y unas expectativas de inflación ancladas en la meta de largo plazo (3%), la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) determinó seguir aumentando el estímulo monetario a la economía. Para esto, durante el primer semestre del año la tasa de interés de política se redujo 100 puntos básicos (pb) adicionales, pasando de un nivel de 4,25% al finalizar 2012 hasta llegar a 3,25% en marzo del presente año.

La reducción en la tasa de política se ha transmitido a las demás tasas de interés de la economía. En lo corrido del año a junio la mayoría de tasas nominales pasivas y activas del sistema financiero se redujeron en una proporción similar o mayor que la de política. De esta manera, pese a que la expansión de la cartera total en moneda nacional se ha desacelerado frente al año anterior, a finales de junio alcanzaba un aumento cercano al 13% anual, tasa superior a la del crecimiento del PIB nominal, con lo cual la economía continúa aumentando su profundización financiera.

Las condiciones aún inciertas de la economía mundial, el incremento en el déficit en cuenta corriente (resultado, en parte, del menor dinamismo de las exportaciones), y las perspectivas de una eventual normalización de la política monetaria de los Estados Unidos (que pueda inducir una salida de capitales), señalan la conveniencia de aumentar el monto de reservas internacionales para garantizar los pagos externos del país y minimizar su vulnerabilidad ante choques exógenos. Con este propósito el Banco de la República ha continuado interviniendo en el mercado cambiario mediante compras de divisas durante el primer semestre de este año, las cuales alcanzaron un valor de US\$4.119,5 millones (m). Adicionalmente, la JDBR anunció el compromiso de comprar al menos US\$2.500 m entre junio y septiembre de 2013. Con esto se alcanzaría la mayor acumulación de reservas en un año dentro del esquema de inflación objetivo.

Entre enero y junio de 2013 la tasa de cambio real multilateral calculada frente a los principales socios comerciales se depreció en términos anuales 4,2% y 1,1%, para las medidas con el índice de precios del productor (IPP) y con el IPC, respectivamente. Dicha depreciación real no fue mayor debido a la apreciación registrada frente a Venezuela y Japón, cuyas monedas se devaluaron frente al dólar 57,4% y 19,9%, respectivamente. La depreciación real ha sido también resultado de una inflación colombiana menor que la registrada por nuestros socios comerciales. Esta última diferencia fue más acentuada en el IPP que en el IPC. Lo anterior se dio en un contexto de mayores compras de dólares por parte del Banco de la República y de acciones del Gobierno, que han implicado menores monetizaciones y mayor demanda de divisas. Adicionalmente, el comportamiento de la moneda estuvo

influenciado por episodios de incertidumbre en el entorno internacional que motivaron la preferencia de los agentes por el dólar estadounidense y generaron caídas en los precios de los activos financieros locales.

Reiterando lo que se había anotado en el *Informe al Congreso* del mes de marzo, se prevé un mejor panorama de crecimiento para lo que resta del año frente a lo observado en el primer trimestre. En cuanto a lo externo, ello se sustenta en la expectativa de un contexto internacional que continuaría mejorando lentamente, a pesar de la volatilidad reciente de los mercados financieros, apoyado en una política monetaria que continuará ofreciendo un estímulo a la recuperación y en una política fiscal prudente.

En el ámbito interno se han observado indicadores alentadores. La confianza del consumidor se ubica en niveles más favorables que aquellos registrados para el primer trimestre y las cifras de comercio sugieren un mejor desempeño del consumo. Adicionalmente, se espera que las reducciones de las tasas de interés tengan pleno efecto sobre la actividad real durante la segunda mitad del año. Cabe también esperar que los beneficios financieros para la adquisición de vivienda otorgados por el Gobierno se vean con mayor claridad en las cifras económicas del segundo semestre.

Igualmente, las perspectivas sobre el desempeño de la formación bruta de capital fijo en construcción y edificaciones y en obras civiles de infraestructura son positivas. En el primer caso, el programa de construcción de vivienda con fines sociales que adelanta el gobierno nacional seguirá desempeñando un papel importante en la dinámica de este rubro para todo el año. Al respecto, cabe anotar que el nivel observado en el licenciamiento residencial y no residencial en lo corrido del año a abril registra un crecimiento superior al 25%, luego de las contracciones reportadas el año anterior. En el caso de las obras civiles, continúan las expectativas sobre un mayor grado de ejecución presupuestal por parte de los gobiernos locales y una mayor afluencia de recursos por concepto de regalías, los cuales estuvieron represados el año pasado mientras entraba en vigencia el nuevo sistema general de regalías. Es importante recordar que, por disposiciones legales, estos recursos deben ser destinados a financiar obras de infraestructura pública, por lo que las perspectivas para todo 2013 y 2014 son favorables en este aspecto.

Este Informe contiene cuatro capítulos. El primero examina el contexto internacional, donde se discute el desempeño económico de las diversas regiones del mundo. El segundo estudia la dinámica de la economía colombiana en lo corrido de 2013 y sus perspectivas a corto plazo, con una sección dedicada al estudio de la economía regional en Colombia. En el capítulo tercero se presenta un informe del comportamiento de las reservas internacionales y su manejo financiero. Por último, el cuarto capítulo presenta la situación financiera del Banco de la República.