



INFORME SOBRE INFLACIÓN



Diciembre de 2013

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2013*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 31 de enero de 2014.

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

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Coyuntura internacional	15
B. Balanza de pagos	23
Recuadro 1: Efectos en los balances del sector real y financiero colombiano ante el <i>tapering</i>	29
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	31
A. El PIB en el tercer trimestre de 2013	31
B. El PIB del cuarto trimestre de 2013	35
Recuadro 2: Caracterización de la formación bruta de capital fijo en Colombia: comportamiento y dinámica en años recientes	42
III. Desarrollos recientes de la inflación	45
A. La inflación básica	48
B. Inflación de alimentos	50
Recuadro 3: La aparente paradoja de descensos simultáneos de inflación y desempleo: una explicación a partir de choques de oferta	52
IV. Pronósticos de mediano plazo	55
A. Crecimiento económico	55
B. Inflación	60
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	68
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	70
B. Endeudamiento	71
C. Precios de la vivienda	73
D. Estimaciones de largo plazo e índice de desbalance macroeconómico	74
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	76

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índices de actividad real global	16
Gráfico 2	PIB real de los Estados Unidos	16
Gráfico 3	Índices de actividad real de la zona del euro	17
Gráfico 4	Crecimiento anual de los índices de actividad real para algunas economías de América Latina	18
Gráfico 5	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	18
Gráfico 6	Precios internacionales de los alimentos	18
Gráfico 7	Índice de términos de intercambio	18
Gráfico 8	Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de los Estados Unidos	20
Gráfico 9	Índices accionarios globales	20
Gráfico 10	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	20
Gráfico 11	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	21
Gráfico 12	Exportaciones totales	24
Gráfico 13	Importaciones FOB totales	25
Gráfico 14	Producto interno bruto	31
Gráfico 15	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	35
Gráfico 16	Muestra mensual del comercio al por menor	36
Gráfico 17	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	36
Gráfico 18	Tasa de desempleo	36
Gráfico 19	Tasas de interés reales de los hogares	38
Gráfico 20	Balance expectativas de inversión (EMEE) vs. variación anual FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	38
Gráfico 21	Producción de café	39
Gráfico 22	Producción de petróleo	39
Gráfico 23	Índice de producción industrial sin trilla de café	40
Gráfico 24	Imaco: indicador líder 5 meses del PIB	41
Gráfico 25	Inflación total al consumidor	45
Gráfico 26	IPP por procedencia	47
Gráfico 27	Salarios nominales	47
Gráfico 28	Indicadores de inflación básica	48
Gráfico 29	IPC de regulados y sus componentes	48
Gráfico 30	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	49
Gráfico 31	IPC de no transables	50
Gráfico 32	IPC de alimentos	50
Gráfico 33	IPC de alimentos por grupos	51
Gráfico 34	<i>Fan Chart</i> del crecimiento anual del PIB	59
Gráfico 35	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	59
Gráfico 36	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	60
Gráfico 37	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	62
Gráfico 38	Inflación observada y expectativas de inflación	63
Gráfico 39	Expectativas de inflación derivadas de los TES	63
Gráfico 40	<i>Fan chart</i> de la inflación total	64
Gráfico 41	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	64
Gráfico 42	Componentes de la cuenta corriente	70

Gráfico 43	Exportaciones de bienes	70
Gráfico 44	Índices de la tasa de cambio real	71
Gráfico 45	Endeudamiento comercial	72
Gráfico 46	Cartera de los hogares	72
Gráfico 47	Precios de la vivienda relativos al IPC	73
Gráfico 48	Precios de la vivienda nueva en diferentes ciudades relativos al IPC	73
Gráfico 49	Disposición a comprar vivienda	73
Gráfico 50	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	74
Gráfico 51	Índice de desbalance macroeconómico	75

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	21
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	23
Cuadro 3	Proyección de la balanza de pagos de Colombia	26
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	32
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	33
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	46

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En el cuarto trimestre de 2013 la actividad económica mundial continuó recuperándose gracias al mayor dinamismo de las economías desarrolladas, en especial de los Estados Unidos. En la zona del euro los indicadores económicos sugieren un crecimiento trimestral bajo, pero positivo. Las grandes economías emergentes de Asia y América Latina crecen de forma heterogénea, con tasas cercanas o inferiores a la capacidad productiva de sus economías. Para 2014 las estimaciones sugieren que la recuperación global continuará y que los socios comerciales del país tendrían un crecimiento promedio superior al registrado en 2013.

En los Estados Unidos la tasa de desempleo continúa descendiendo y su producto se sigue recuperando. También, se llegó a importantes acuerdos en el tema fiscal y se redujo la incertidumbre sobre el financiamiento público en el mediano plazo. Con este contexto y con una inflación y sus expectativas en niveles bajos, la Reserva Federal redujo nuevamente el monto de compras de activos financieros y ratificó su compromiso de mantener el actual nivel de tasa de interés por un período prolongado. De esta forma, en la medida en que los niveles de liquidez continúen siendo menos expansivos, el costo de financiación internacional puede aumentar.

La mejora en las perspectivas de la economía estadounidense y sus acciones de política monetaria han afectado los mercados de bonos, acciones y monedas. En el caso de Colombia, el peso se depreció frente al dólar y los precios de los activos financieros se han deteriorado. La cotización internacional del petróleo continúa en niveles altos y los precios de otros productos básicos que exporta el país, como carbón, níquel y café, dejaron de descender. Con ello, es probable que en 2014 los términos de intercambio del país se mantengan en niveles favorables, aunque su contribución al ingreso nacional podría ser menor que la observada en 2013.

En materia de exportaciones, a noviembre de 2013 su valor en dólares se incrementó 2,6% anual, aunque sus niveles acumulados en el año fueron inferiores a los observados en el mismo período de 2012. En todos los sectores de procedencia, pero especialmente en las de origen agrícola, los menores precios internacionales han deteriorado el valor de las exportaciones. Con respecto a las importaciones, en noviembre su valor descendió 1,8% anual, y su acumulado en el año fue similar al observado en el mismo período de 2012. Estas cifras de comercio exterior sugieren que en 2013 el déficit en la cuenta corriente relativo al producto interno bruto (PIB) estaría alrededor de 3,4%.

En el contexto interno, el crecimiento económico del tercer trimestre de 2013 fue 5,1%, resultado superior al estimado, y explicado principalmente por el dinamismo de

la construcción. El consumo público se aceleró y el de los hogares creció a buen ritmo. Las exportaciones tuvieron un crecimiento bajo e inferior al de las importaciones.

Las nuevas cifras del cuarto trimestre de 2013 muestran que la tasa de desempleo continúa descendiendo. El crecimiento del crédito total se sigue desacelerando, aunque registra tasas superiores al aumento del PIB nominal. Las tasas de interés de los préstamos bancarios (excepto tarjetas de crédito) son bajas y estimulan la demanda agregada. Con estos resultados y con los indicadores económicos observados sobre demanda interna y externa, el equipo técnico del Banco estima que en el cuarto trimestre el aumento del PIB estará en un rango entre 4% y 5%, con 4,5% como cifra más probable. Para todo 2013 la cifra más factible sería 4%, contenida en un intervalo entre 3,7% y 4,3%.

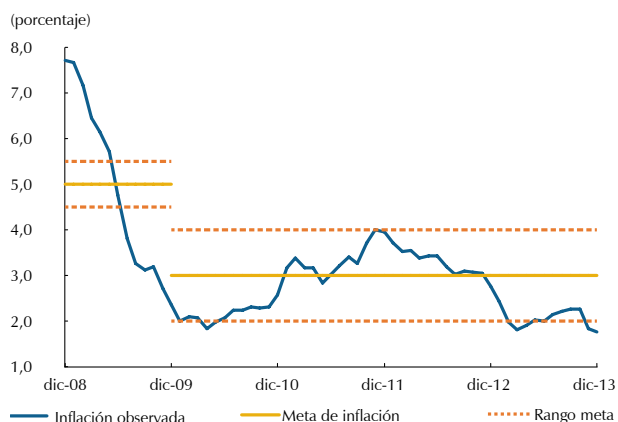
Las bajas tasas de interés reales que estimulan el gasto agregado, junto con una inversión pública que se sería dinámica, deberían contribuir a que en 2014 el producto se acerque a la capacidad productiva de la economía. Así, se proyecta que en el presente año el crecimiento económico esté alrededor de 4,3%, con un mínimo y máximo entre 3,3% y 5,3%.

En materia de inflación, en el cuarto trimestre de 2013 los precios de los alimentos tendieron a disminuir gracias a una oferta de alimentos que aumentó, los precios de los combustibles fueron menores a los observados un año atrás y los servicios públicos presentaron bajos incrementos en sus tarifas. Adicionalmente, las presiones de demanda sobre los precios fueron escasas. Estos hechos explicaron en gran parte la desaceleración observada en la inflación (Gráfico A), desde 2,27% en septiembre a 1,94% en diciembre. En el mismo período el promedio de las medidas de inflación básica se mantuvo estable, alrededor de 2,5%.

Los resultados de inflación anual del cuarto trimestre de 2013, por debajo del límite inferior del rango meta establecido para el año ($3\% \pm 1$ pp), afectaron levemente las expectativas de inflación de los agentes. Entre octubre y diciembre las diferentes medidas de expectativas de aumentos de precios a plazos entre uno y cinco años estuvieron cerca o ligeramente por debajo del 3%.

En conclusión, se prevé que en 2013 el crecimiento económico sea similar al observado un año atrás. Las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento, tendientes a estimular la dinámica de la demanda agregada, deberían contribuir a que en 2014 el producto se acerque a su máxima capacidad, sin presiones importantes sobre los precios. Los pronósticos sugieren que en 2014 la inflación anual promedio sería superior a la observada en 2013 y que continuará convergiendo a la meta de largo plazo (3%).

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Juan Sebastián Amador

Óscar Iván Ávila

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Joan Granados

Daniel Parra

Sección de Programación Macroeconómica

Rocío Betancourt

Jefe

Luis Hernán Calderón

Gloria Sarmiento

Celina Gaitán

Jhon Edwar Torres

Asistente del Departamento de programación e inflación

Julián Pérez

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Franz Hamann (director), Jesús Antonio Bejarano (jefe de sección), Paula Andrea Beltrán y Santiago Téllez del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López, investigador principal de la Unidad de Investigaciones.

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

La actividad económica global siguió recuperándose en el cuarto trimestre de 2013 debido al mayor dinamismo de las economías desarrolladas.

Para 2014 se espera que el crecimiento de los socios comerciales de Colombia se acelere un poco frente a lo observado en 2013.

Si bien los riesgos a la baja asociados con el desempeño de los países avanzados han disminuido, en semanas recientes han surgido otras fuentes de incertidumbre relacionadas con la evolución de las economías emergentes.

Para 2014 se proyecta una leve ampliación del déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB.

A. COYUNTURA INTERNACIONAL

1. Actividad real

Durante el cuarto trimestre de 2013 la actividad económica global continuó recuperándose gracias al mayor dinamismo de las economías desarrolladas, con los Estados Unidos a la cabeza. En este mismo período los índices de actividad manufacturera y de comercio global tuvieron un comportamiento favorable (Gráfico 1). En relación con las economías emergentes, estas siguieron expandiéndose a una tasa superior a la de las desarrolladas; sin embargo, su ritmo siguió desacelerándose frente a lo observado en años anteriores.

Con información al cuarto trimestre la economía estadounidense mantuvo una tasa de crecimiento favorable¹. De acuerdo con la más reciente estimación de las cuentas nacionales, su producto interno bruto (PIB) se expandió 3,2% trimestre

En el cuarto trimestre de 2013 los índices de actividad manufacturera y comercio global tuvieron un desempeño favorable.

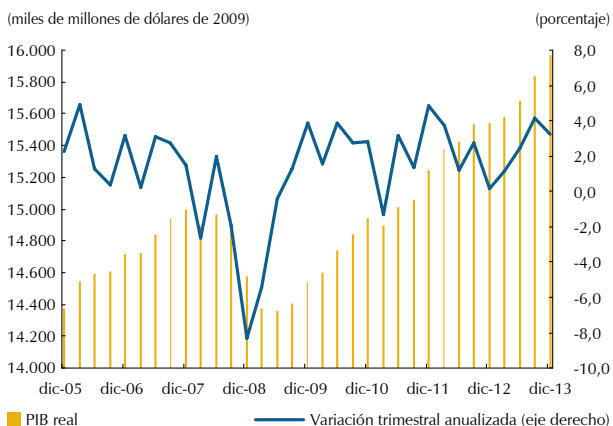
¹ Esta información fue publicada cuando se redactaba este informe, por lo que no fue tenida en cuenta en las proyecciones que se presentan más adelante.

Gráfico 1
Índices de actividad real global
(purchasing managers index: PMI)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

anualizado (ta) en los últimos tres meses del año (Gráfico 2). La expansión en este período es explicada por la aceleración en el consumo de los hogares y en las exportaciones, al igual que por el menor crecimiento de las importaciones. Por el lado menos favorable, la inversión se moderó, debido a un aumento inferior de los inventarios y a una caída en la inversión residencial, mientras que el gasto del gobierno se contrajo. Así las cosas, el crecimiento para 2013 fue de 1,9%, cifra que representa una desaceleración frente a 2012, cuando la economía se expandió 2,8%. Es importante resaltar que una de las principales causas de la menor expansión fue el aporte negativo del gasto público.

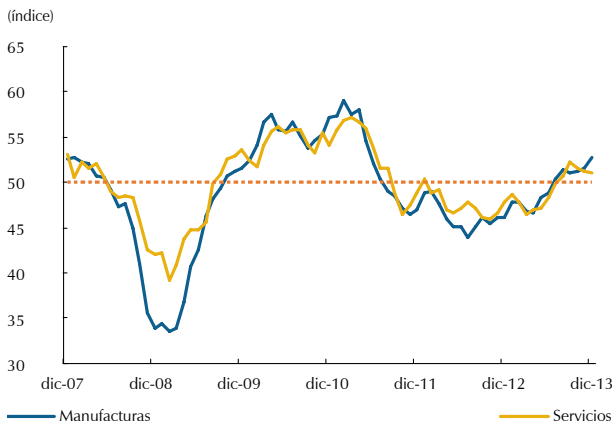
En este mismo período la confianza de los consumidores se recuperó tras las caídas observadas por la incertidumbre fiscal de meses anteriores. De igual forma, con información a diciembre, la tasa de desempleo siguió contrayéndose; no obstante, el ritmo de creación de empleo se desaceleró. Por su parte, los indicadores del mercado de vivienda evidenciaron un mejor comportamiento en los últimos meses, después de la desaceleración registrada en el tercer trimestre, que coincidió con la subida en las tasas de interés de largo plazo, tras los anuncios de la Reserva Federal (Fed) sobre el inicio del retiro de su programa de estímulo (*tapering*).

En relación con la política fiscal, en los últimos dos meses se llegó a importantes acuerdos sobre el manejo de las finanzas públicas, los cuales reducen la incertidumbre en el mediano plazo y disminuyen el impacto

contractivo del ajuste fiscal sobre el PIB. En este contexto, en 2014 no se presentarán nuevos recortes automáticos de gasto público y los incrementos en los impuestos serían menores a los de 2013. Por último, en las próximas semanas, de nuevo, se deberá discutir en el Congreso el límite de endeudamiento del gobierno. Los analistas esperan que dicha negociación se haga, en esta ocasión, con menos sorpresas que las observadas en los episodios anteriores, por lo que cualquier decisión no debería afectar la confianza de los agentes.

Por su parte, en la zona del euro la información observada al tercer trimestre muestra que su economía se expandió 0,4% ta. Si bien el dato es inferior al observado en el segundo trimestre, cuando la región creció 1,2% ta, evidencia que la economía siguió expandiéndose a un ritmo lento. El crecimiento positivo de este período es consecuencia de una expansión de la economía alemana y de algunos países de la periferia, como España y Portugal, a pesar de la contracción del PIB de Francia e Italia.

Gráfico 3
Índices de actividad real de la zona del euro
(purchasing managers index: PMI)



Fuente: Bloomberg.

Las cifras sobre actividad real para el cuarto trimestre muestran que la recuperación se habría mantenido en los últimos meses del año. En este sentido, las ventas al por menor y la producción industrial repuntaron levemente en los últimos meses del año. De igual forma, los índices de sentimiento empresarial en los sectores de manufacturas y servicios permanecieron en terreno expansivo (Gráfico 3), al tiempo que la confianza de empresarios y consumidores mostró señales favorables. Con información preliminar al cuarto trimestre, el crecimiento económico fue positivo en Alemania y España; en el caso de la primera, el ritmo de expansión es explicado en especial por el comportamiento de su demanda interna.

En cuanto a la integración financiera de la región, durante el cuarto trimestre continuaron las discusiones a un ritmo lento, y hacia finales de año se hicieron importantes anuncios sobre el manejo futuro de quiebras bancarias; sin embargo, otros temas relevantes quedaron pendientes para ser discutidos en 2014.

A pesar de los síntomas positivos en la economía europea, es importante anotar que la región se mantiene vulnerable, en la medida en que la tasa de desempleo permanece en máximos históricos (en particular en las economías de la periferia), los mercados financieros continúan fragmentados y el crédito sigue contrayéndose (aunque a un ritmo menor). El alto desempleo y en especial su duración estarían afectando la productividad de la mano de obra, situación que tendría implicaciones directas sobre el producto potencial; de igual forma, el estancamiento en los mercados financieros es un lastre para el crecimiento de la zona, pues impide un mayor dinamismo de la demanda interna. Por último, cabe anotar que el ritmo de recuperación es heterogéneo, y que en algunos países, como Francia, se evidencia un fuerte deterioro en la confianza, que podría impactar su crecimiento en los próximos trimestres.

Por el lado de las economías emergentes, el crecimiento en China se aceleró en la segunda mitad del año debido al mayor dinamismo de la inversión, incentivada por algunas medidas de política pública. Así las cosas, con información al cuarto trimestre, la expansión del PIB fue de 7,7%, cifra que representa una leve desaceleración frente al tercer trimestre, cuando la economía se expandió 7,8%. En relación con 2012, la economía mantuvo su tasa de crecimiento en 7,7%. Por otra parte, es importante anotar que hacia finales de año de nuevo se estrecharon las condiciones de liquidez en el mercado interbancario, situación que refuerza las intenciones del gobierno chino por controlar la expansión del crédito y en particular el de la banca paralela.

Para el caso de los países de América Latina las cifras observadas para el tercer trimestre mostraron que el crecimiento se desaceleró en Brasil, Venezuela y Perú,

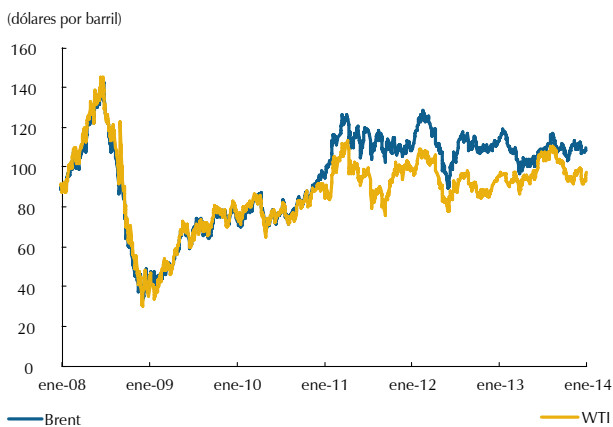
A pesar de los síntomas positivos de la economía europea, la región se mantiene vulnerable.

Gráfico 4
Crecimiento anual de los índices de actividad real para algunas economías de América Latina



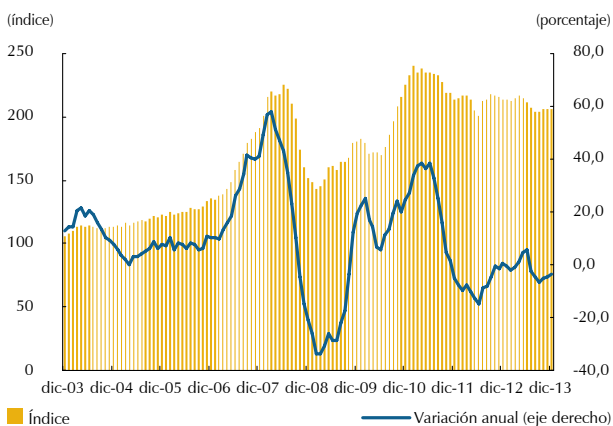
Fuente: Datastream.

Gráfico 5
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

Gráfico 6
Precios internacionales de los alimentos



Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura.

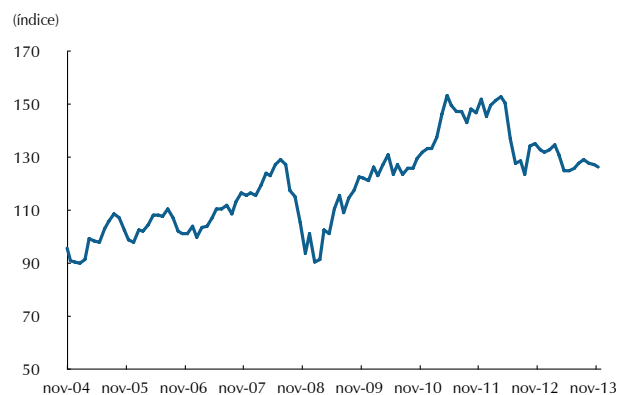
mientras que en Chile, México y Colombia se evidenció una mejora en la actividad económica. Con cifras para el cuarto trimestre, la actividad real se debilitó en Brasil, Chile y México, mientras que en Perú mantuvo su ritmo de crecimiento (Gráfico 4). En términos generales, las exportaciones de la región (en dólares) siguieron debilitándose en el último trimestre del año.

2. Precios de productos básicos, inflación y política monetaria

Los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia se comportaron de acuerdo con lo esperado en el escenario central del *Informe sobre Inflación* de septiembre. Así, durante el cuarto trimestre las cotizaciones externas del petróleo (Gráfico 5), del carbón y del níquel permanecieron relativamente estables, mientras que las del café mantuvieron su tendencia decreciente.

Con respecto a las materias primas importadas, las de origen agrícola no presentaron cambios significativos en los últimos meses del año y permanecieron en niveles inferiores a los observados en 2012 (Gráfico 6). En este contexto, los términos de intercambio del país continuaron por debajo de los niveles alcanzados en 2011-2012 (Gráfico 7).

Gráfico 7
Índice de términos de intercambio (metodología comercio)



Fuente: Banco de la República.

La inflación en las principales economías desarrolladas permaneció por debajo de las metas de largo plazo fijadas por sus bancos centrales.

En relación con la inflación, la variación en el nivel general de precios en las principales economías desarrolladas se mantuvo por debajo de las metas de largo plazo fijadas por sus bancos centrales. En el caso particular de la zona del euro, las inflaciones total y básica completaron varios trimestres reduciéndose y en diciembre se ubicaron por debajo del 1%. En su más reciente informe sobre perspectivas globales el Fondo Monetario Internacional (FMI) resalta el riesgo deflacionario como una nueva vulnerabilidad para la recuperación de esta región. En Japón, por el contrario, los precios siguieron aumentando, situación que ha coincidido con la implementación de estímulos por parte de las autoridades económicas del país.

En términos de política monetaria, los principales bancos centrales mantuvieron sus medidas de estímulo y en los últimos meses del año hicieron importantes anuncios sobre su evolución. En especial, en diciembre la Fed anunció el inicio de la reducción de su programa de estímulo monetario a partir de enero de 2014; la autoridad monetaria dejó de comprar US\$10 mil millones (mm), distribuidos en cantidades iguales entre bonos del tesoro y MBS (*mortgage-backed securities*). De igual forma, la Fed reiteró su compromiso de mantener las tasas de interés en sus niveles actuales, por lo menos hasta 2015, y confirmó que la evolución futura de la política monetaria estaría condicionada al comportamiento de la economía, y en particular del mercado laboral y de la inflación. En su reunión de enero se redujeron las compras en US\$10 mm adicionales, sin cambios frente a lo anunciado a finales de 2013. Los anuncios recientes buscaron ofrecer una mayor transparencia a los mercados financieros con el fin de evitar un incremento en la incertidumbre global. Por otra parte, en noviembre el Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de intervención y se comprometió a mantener los tipos de interés bajos, mientras la debilidad económica se mantenga.

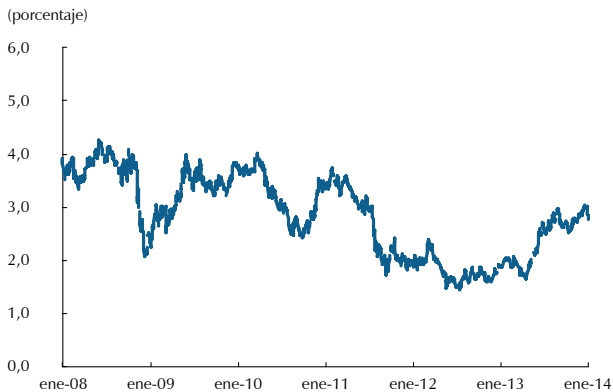
En cuanto a las economías emergentes, el panorama inflacionario continuó siendo desigual: en países como Chile, Colombia y Perú la inflación fue relativamente baja y en algunos casos se ubicó en el rango inferior de la meta fijada por sus bancos centrales; en un contexto de baja inflación y desaceleración económica, las autoridades monetarias de Chile y Perú redujeron sus tasas de intervención en noviembre. Por su parte, otras economías, como Brasil, India e Indonesia, siguieron presentando presiones alcistas, que llevaron a sus bancos centrales a incrementar sus tasas de política en los últimos meses del año.

3. Mercados financieros

En diciembre la Fed anunció el inicio del retiro gradual de su programa de estímulo monetario a partir de enero de 2014, mes en el cual se tomaron nuevas medidas.

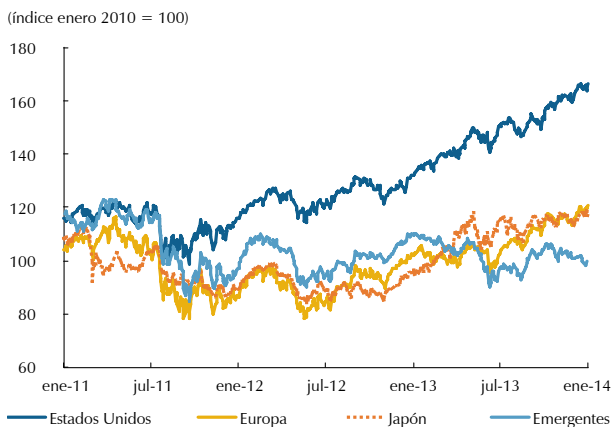
En la segunda mitad del año el comportamiento de los mercados financieros estuvo condicionado a los anuncios sobre la evolución de la política monetaria en los Estados Unidos. Desde mayo de 2013 y hasta septiembre las tasas de interés de largo plazo en la economía estadounidense aumentaron rápidamente; sin embargo, en este último mes revirtieron su tendencia alcista y cayeron hasta mediados de noviembre. Si bien los anuncios sobre el inicio del *tapering* incrementaron de nuevo las tasas de largo plazo, el alza fue inferior a la observada con anterioridad y en enero presentaron nuevas caídas (Gráfico 8). De acuerdo con los analistas, en

Gráfico 8
Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de los Estados Unidos



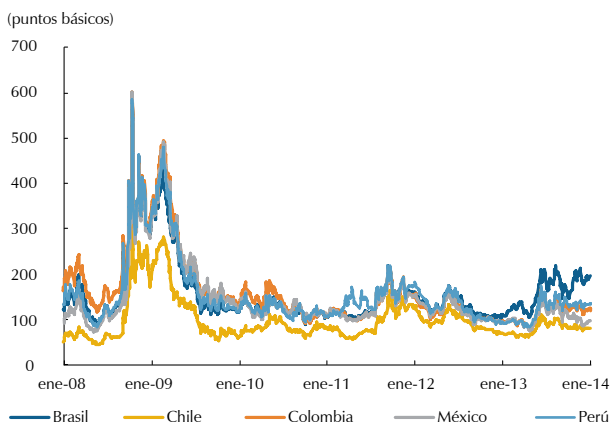
Fuente: Reserva Federal de St. Louis.

Gráfico 9
Índices accionarios globales



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

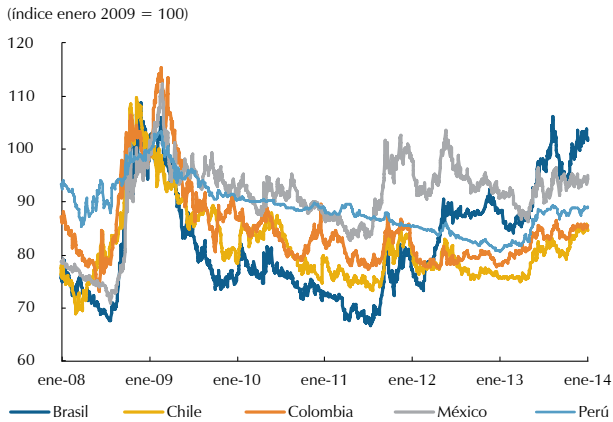
la medida en que se retire el programa de estímulo, las tasas de interés deberían aumentar de manera gradual.

En términos de actividad bursátil, el año 2013 fue favorable para las economías desarrolladas, en particular para los Estados Unidos, donde se alcanzaron nuevos máximos históricos. No obstante, la incertidumbre generada por la política monetaria en dicho país, junto con la desaceleración de las principales economías emergentes, afectó de manera negativa los mercados bursátiles de este último grupo de países, conllevando, en promedio, una desvalorización en 2013 (Gráfico 9).

Los anuncios de la Fed, realizados en los últimos meses del año, contribuyeron a reducir la incertidumbre sobre el futuro de la política monetaria y tuvieron un efecto positivo sobre los flujos de capital hacia las economías emergentes, los cuales se estabilizaron en los últimos meses de 2013, aunque en un nivel inferior al observado en mayo. En este contexto, en el último trimestre del año la percepción de riesgo hacia las economías de América Latina se mantuvo relativamente estable, aunque en un nivel mayor que el observado en la primera mitad del año (Gráfico 10). Una excepción fue Brasil, donde la debilidad económica y la caída de la confianza afectaron las expectativas de crecimiento para los próximos trimestres, por lo que se apreció un mayor aumento en las primas de riesgo. Por su parte, con excepción de México, en octubre se presentaron desvalorizaciones en las monedas de la región, las cuales se estabilizaron hacia el final del trimestre (Gráfico 11).

Finalmente, en las últimas semanas de enero en las economías emergentes se observó una marcada depreciación de las monedas frente al dólar y desvalorizaciones en sus mercados accionarios y de deuda pública. La continuación del desmonte del programa de estímulo por parte de la Fed, en momentos en que se hacen evidentes menores perspectivas de crecimiento en algunas economías, parecen ser las causas del aumento de la percepción de riesgo. Las presiones han sido mayores en aquellos países con mayores vulnerabilidades externas: alta inflación, amplios déficits en cuenta corriente, reservas internacionales decrecientes y alta dependencia de los flujos de capital de corto plazo. En este contexto, los bancos centrales de Brasil, Turquía, India y Sudáfrica

Gráfico 11
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

incrementaron sus tasas de interés, con el fin de evitar las presiones cambiarias.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

En términos generales, el crecimiento económico para 2013 para los principales socios comerciales de Colombia habría evolucionado de acuerdo con lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. Sin embargo, es importante resaltar que algunas economías presentaron un comportamiento más favorable, como en el caso de los Estados Unidos, mientras que otras estuvieron por debajo de lo estimado, como en la mayoría de países de América Latina (Cuadro 1).

Para 2014 el escenario central presenta una recomposición en la expansión esperada para el PIB de los socios comerciales. En relación con lo proyectado en el informe de septiembre, en esta ocasión se espera una mayor recuperación de las economías desarrolladas y un menor repunte de las emergentes.

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2012	Proyecciones para 2013			Proyecciones para 2014		
		Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos	2,8	1,7	1,8	1,9	1,6	2,8	3,5
Zona del euro	(0,7)	(0,5)	(0,4)	(0,3)	(0,4)	1,0	1,5
Venezuela	5,6	1,0	1,5	2,0	(2,0)	1,0	2,0
Ecuador	5,1	3,3	3,8	4,3	3,0	4,0	5,0
China	7,7	7,6	7,7	7,8	6,5	7,4	8,0
Otros socios							
Brasil	1,0	2,0	2,3	2,6	1,7	2,6	3,5
Perú	6,3	4,7	5,0	5,3	4,5	5,5	6,5
México	3,7	1,0	1,3	1,6	2,5	3,5	4,5
Chile	5,6	4,1	4,3	4,5	3,2	4,2	5,2
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	3,5	2,4	2,7	3,0	1,8	3,1	4,0
Países desarrollados^{a/}	1,4		1,3			2,2	
Países emergentes y en desarrollo^{a/}	4,9		4,7			5,1	
Total mundial^{a/}	3,1		3,0			3,7	

a/ Pronósticos del FMI a enero de 2014.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Para 2014 se espera una aceleración en el crecimiento de las economías desarrolladas y una menor expansión de las emergentes.

En los Estados Unidos la aceleración de su crecimiento estaría explicada por un ajuste fiscal con menores efectos negativos sobre el PIB que los observados en 2013; de igual forma, el consumo de los hogares y la inversión residencial seguirían contribuyendo de manera positiva a su expansión, situación que se vería reforzada por un sector externo más dinámico. En este escenario se espera que la normalización de la política monetaria continúe gradualmente y que sus efectos sobre las tasas de interés de largo plazo, al igual que sobre los mercados financieros, sean relativamente bajos. Si la economía se comporta según lo proyectado por la Fed, el retiro del programa de estímulo monetario (*Quantitative Easing 3*) debería completarse en el segundo semestre del año, situación que llevaría a un incremento gradual en las tasas de interés de mercado. Sin embargo, de acuerdo con lo anunciado por la autoridad monetaria, se espera que la tasa de interés de referencia de la Fed se mantenga entre 0% y 0,25% durante todo 2014 y parte de 2015.

Por su lado, la zona del euro continuaría recuperándose a un ritmo lento, apoyada en el incremento de la confianza de empresarios y consumidores, al igual que en una política monetaria expansiva y menores ajustes fiscales; las recientes reducciones en las tasas de interés de los títulos de deuda pública de los países de la periferia también disminuirían las presiones en el frente fiscal. De igual forma, el sector externo debería contribuir de manera positiva al crecimiento de la región. Si bien se espera una mayor expansión frente a 2013, es probable que la recuperación en la región sea heterogénea, liderada por Alemania y en menor medida por algunos países de la periferia.

En relación con las economías emergentes, se estima que la desaceleración en la economía china continúe. Se espera una leve aceleración en algunos países de América Latina, como México, Brasil y Perú. La recuperación de las economías desarrolladas, al igual que la normalización de algunos choques de oferta, explicarían el mejor comportamiento de estos países frente a 2013. Por último, para el caso de Venezuela se proyecta un crecimiento muy bajo debido a sus problemas estructurales.

Al igual que en informes anteriores, el escenario central continúa presentando riesgos no despreciables a la baja; por ejemplo, la evolución de la política monetaria estadounidense podría afectar la actividad real en dicha economía y en otros países, más allá de lo esperado. No obstante, la probabilidad de ocurrencia de algunos de estos riesgos se ha reducido frente a lo estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. Así, los avances recientes en el tema fiscal en los Estados Unidos redujeron la posibilidad de un nuevo cierre del gobierno federal, evitando un choque negativo en la confianza de los agentes.

El crecimiento para 2014 para los principales socios comerciales de Colombia continúa presentando riesgos no despreciables a la baja.

Por el lado de la zona del euro la vulnerabilidad financiera de la región se mantiene, al igual que el estancamiento de su mercado laboral, que podría estar afectando la productividad de la mano de obra. La fragmentación financiera y el estancamiento del crédito representan un lastre para el crecimiento de la región. En este escenario es posible que se interrumpa o demore la agenda de

integración bancaria, situación que podría dificultar de nuevo las condiciones de financiamiento de los países de la periferia.

En relación con las economías emergentes, se identifican algunos riesgos financieros en China y de estabilidad macroeconómica en países con amplios déficits en cuenta corriente, niveles de reservas internacionales decrecientes y alta dependencia a los flujos de capital de corto plazo. Una situación desfavorable en estos países podría impactar a otras economías emergentes vía una mayor percepción de riesgo generalizada.

Finalmente, en relación con los precios internacionales de los bienes exportados por Colombia, en el escenario central se espera una caída leve en las cotizaciones del petróleo en 2014, explicada por mejores condiciones de oferta. Para el caso del carbón y el níquel se proyecta un leve repunte, mientras que para el café las cotizaciones serían similares a las observadas en 2013. En el escenario de mayor riesgo estos precios deberían caer (Cuadro 2).

Cuadro 2
Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia

Principales productos	2013	Proyecciones para 2014		
		Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock; dólares por libra)	1,48	1,10	1,50	1,90
Petróleo Brent (dólares por barril)	108,7	95	105	110
Carbón (dólares por tonelada)	88,0	80	90	100
Níquel Bolsa de Londres (dólares por tonelada)	15.091	13.779	15.747	17.716
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.411	1.300	1.150	1.000

a/ Para los precios del oro se supone que este es un refugio de valor, por lo que su cotización sube cuando hay mayor incertidumbre (escenario pesimista).
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

B. BALANZA DE PAGOS

En el acumulado a septiembre de 2013 Colombia registró un déficit en su cuenta corriente de 3,4% del PIB (US\$9.295 m), levemente superior al observado en el mismo período del año anterior (3,3% del PIB, US\$8.801 m). El mayor déficit estuvo asociado con un menor superávit comercial frente al de 2012, reflejando la disminución de 3,3% (en términos anuales) de las exportaciones totales en dólares por encima de la de las importaciones totales, que acumulan una caída de 0,2% en el mismo período. Este resultado fue parcialmente compensado por una reducción en el déficit de servicios no factoriales y de renta de los factores, dada la menor remisión de utilidades por parte de la actividad extractiva del carbón. Por su parte, los ingresos netos por transferencias se mantuvieron en niveles similares a los de 2012.

Para el año 2013 se estima una moderada ampliación del déficit en la cuenta corriente, frente a lo observado el año anterior.

El financiamiento de dicho déficit implicó un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$15.008 m (5,5% del PIB) mayor al observado un año atrás (US\$11.991 m, es decir, 4,5% del PIB). La inversión extranjera directa (IED) se mantiene como la principal fuente de financiación externa, registrando un crecimiento de 13% anual y alcanzando a septiembre un valor de US\$13.251 m. A lo anterior se sumaron los mayores ingresos de capital por endeudamiento externo, principalmente del sector privado, y por recursos de inversión de portafolio, en especial bonos de largo plazo del sector público. Estos ingresos fueron compensados por una mayor inversión de colombianos en el exterior, que registró egresos por US\$3.405 m al tercer trimestre de 2013, así como por salidas netas asociadas con inversiones de portafolio y endeudamiento externo de corto plazo.

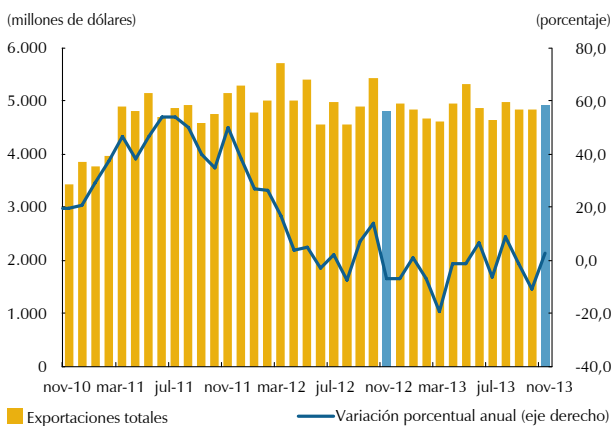
Para el cierre del año 2013 se estima una moderada ampliación del déficit en la cuenta corriente, en relación con el observado el año anterior. De esta manera, según el escenario central, el déficit externo pasaría de 3,3% del PIB en 2012 a 3,4% en dicho año, con un rango entre 3,3% y 3,5%. Este resultado supone un menor superávit comercial de bienes, dada una disminución anual de las exportaciones totales en dólares, la cual refleja los menores precios de los bienes básicos de exportación, un menor crecimiento de los socios comerciales frente a lo registrado en 2012 y los choques que afectaron la producción de carbón durante el año, junto a unas importaciones totales que se mantienen en el mismo nivel de 2012.

De hecho, la información disponible de comercio exterior de bienes para el bimestre octubre-noviembre de 2013 señala que el balance comercial continuó deteriorándose. En efecto, en dicho período las exportaciones totales en dólares cayeron

en promedio 4,6% con respecto al año anterior (Gráfico 12), mientras que las importaciones FOB (*free on board*)² crecieron en términos anuales 0,9% (Gráfico 13). Este resultado confirma un menor superávit comercial para el acumulado del año, explicado, principalmente, por los choques de oferta que afectaron las exportaciones de origen minero (sombreado, pp. 27).

La estimación de un menor superávit comercial estaría compensada de manera parcial por egresos netos por renta de los factores, más bajos que los registrados en 2012, resultado del menor valor de las exportaciones de productos mineros, principal fuente de remisión de utilidades y dividendos. Por otra parte, los ingresos netos por transferencias habrían permanecido en niveles similares a los registrados el año anterior, lo

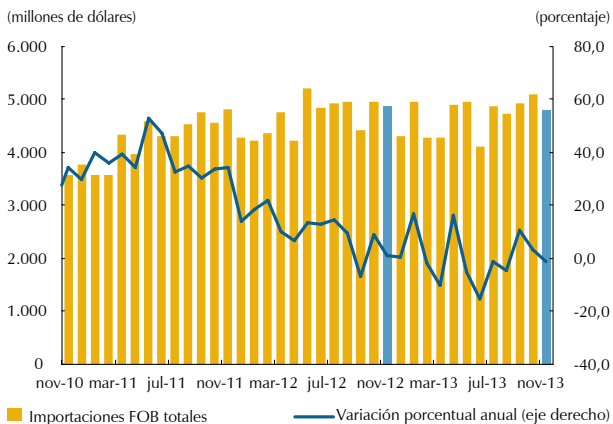
Gráfico 12
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF (cost, insurance and freight), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de US\$5.191 m durante octubre y noviembre de 2013, con un crecimiento de 0,5% anual.

Gráfico 13
Importaciones FOB totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

cual es consistente con una moderada recuperación de las remesas de trabajadores, las cuales a septiembre venían creciendo a una tasa anual de 3,1% y en el bimestre octubre-noviembre cayeron en promedio 2,5%.

En términos de la financiación del déficit de 2013, se estima que la principal fuente de recursos de la cuenta de capital y financiera fue la IED, la cual habría alcanzado niveles superiores a los observados en 2012 (alrededor de US\$16.800 m), debido a una inversión estable en el sector petrolero y a un comportamiento más dinámico en el resto de sectores. Pese a lo anterior, los recursos netos por IED serían menores a los observados en 2012, dada la mayor inversión colombiana en el exterior (ICE), resultado de la constitución de activos en el exterior en sectores como el financiero, energía y alimentos, principalmente. Asimismo, para 2013 la proyección considera un financiamiento externo superior al del año anterior, tanto para el sector privado como para el público; este último correspondiente en mayor medida a operaciones de endeudamiento externo del gobierno nacional central (GNC) y de Ecopetrol (Cuadro 3).

La información disponible sobre flujos de capital relacionada con los datos de la balanza cambiaria³ muestra importantes entradas de capital privado para el año 2013 frente a lo observado un año atrás, aunque a un ritmo menor durante el último trimestre del año comparado con trimestres anteriores. Dichas entradas son impulsadas, principalmente, por los mayores flujos netos de IED y en menor medida, por recursos de inversión financiera o de portafolio.

Para 2014 la proyección de la balanza de pagos implica un déficit en la cuenta corriente que podría ubicarse entre 3,2% y 3,9% del PIB, con un escenario central superior al previsto para 2013. Este resultado es consistente con mejores perspectivas en el contexto internacional en un escenario de recuperación de las economías avanzadas, impulsadas en especial por los mejores resultados esperados para la economía de los Estados Unidos y el fin de la recesión en la zona del euro. Lo anterior, sumado a unos precios internacionales que deberían variar poco (como se mencionó en la sección anterior), implicaría un mayor valor de las exportaciones totales, tanto por el crecimiento de las ventas de los principales productos de exportación (petróleo, minería y café), derivado principalmente de aumentos en la producción nacional, así como por mejores condiciones de mercado para las exportaciones de productos no tradicionales. La recuperación de las exportaciones estaría acompañada de un mayor crecimiento de las importaciones frente a lo

Para 2014 la proyección de la balanza de pagos implica un déficit en la cuenta corriente, que podría ubicarse entre 3,2% y 3,9% del PIB.

3 Aunque los flujos de capital registrados en la balanza cambiaria no corresponden exactamente a lo contabilizado en la balanza de pagos, dado que los primeros se refieren a la entrada y salida de divisas, estos dan alguna idea de su tendencia.

Cuadro 3
Proyección de la balanza de pagos de Colombia
(escenario central o más probable)

	(millones de dólares)				(porcentaje del PIB) ^{d/}			
	2010	2011 (pr)	2012 (pr)	2013 (proy)	2010	2011 (pr)	2012 (pr)	2013 (proy)
I. Cuenta corriente	(8.919)	(9.840)	(12.124)	(12.623)	(3,1)	(2,9)	(3,3)	(3,4)
A. Bienes y servicios no factoriales ^{a/}	(1.343)	1.367	(735)	(2.310)	(0,5)	0,4	(0,2)	(0,6)
B. Renta de los factores	(12.024)	(16.042)	(15.968)	(14.879)	(4,2)	(4,8)	(4,3)	(4,0)
C. Transferencias	4.448	4.834	4.579	4.565	1,5	1,4	1,2	1,2
II. Cuenta de capital y financiera	11.763	12.976	17.243	19.358	4,1	3,9	4,7	5,1
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{b/}	6.941	10.791	13.991	13.343	2,4	3,2	3,8	3,5
B. Sector público	4.821	2.184	3.253	6.015	1,7	0,6	0,9	1,6
III. Errores y omisiones	292	609	303	453	0,1	0,2	0,1	0,1
IV. Variación de las reservas internacionales brutas ^{c/}	3.136	3.744	5.423	7.188	1,1	1,1	1,5	1,9

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

a/ Incluye la balanza de bienes y servicios no factoriales y operaciones especiales de comercio.

b/ Considera los flujos netos de inversión extranjera directa, de cartera y las operaciones de endeudamiento externo neto.

c/ La variación de las reservas internacionales brutas considera los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

d/ El crecimiento real del PIB para 2013 corresponde a una estimación de la Subgerencia de Estudios Económicos.

Fuente: Banco de la República.

registrado en 2013, resultado de un aumento de la demanda interna ligeramente superior al del año anterior, como se explica en el capítulo II de este informe.

Junto a este comportamiento esperado de la balanza comercial, se estima que los egresos netos por renta de los factores aumenten moderadamente en 2014, dada la estabilización de la remisión de utilidades al exterior por parte de los sectores intensivos en capital extranjero. Asimismo, se estima un comportamiento de las transferencias netas corrientes similar al esperado para 2013, con una recuperación modesta de las remesas de trabajadores, impulsada por el mayor crecimiento de las economías donde se originan estos recursos.

El déficit en cuenta corriente proyectado para 2014 seguiría siendo financiado, principalmente, por entradas de IED.

Dicho déficit seguiría siendo financiado, principalmente, por entradas de IED, las cuales se proyectan en niveles similares a las del año anterior, soportadas por los efectos esperados de los diferentes tratados de libre comercio del país. Esto iría acompañado por menores recursos de financiamiento externo, en especial del sector público. Finalmente, es importante señalar que el ejercicio de proyección de la balanza de pagos refleja una variación de las reservas internacionales

brutas consistente con los anuncios de intervención realizados por el Banco de la República⁴ y los rendimientos financieros asociados a estas. Esta proyección de la balanza de pagos para 2014 sería compatible con menores presiones a la apreciación del tipo de cambio.

4 Considera las compras de divisas de hasta US\$1.000 m entre enero y marzo de 2014.

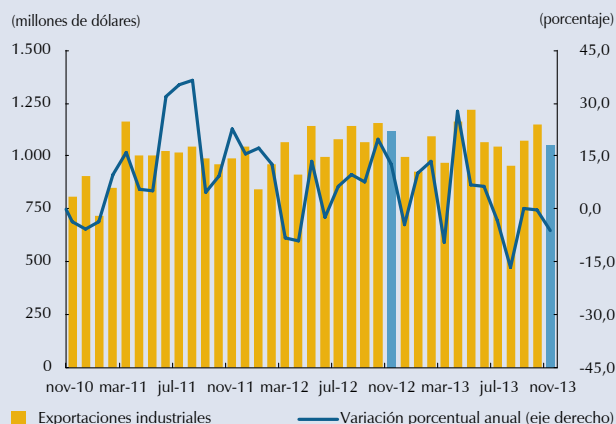
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES EN LO CORRIDO DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2013

El comportamiento de las exportaciones en dólares durante el bimestre octubre-noviembre refleja la caída generalizada de las ventas externas de todos los grupos de productos. Así, los bienes de origen minero registraron una caída de 5,1% anual en promedio para dicho período, los bienes agrícolas cayeron 3,1% anual y el resto de exportaciones lo hicieron en un 3,2%. Las menores exportaciones mineras están asociadas con la reducción en las ventas de oro, ferrocromo y carbón, dados los menores volúmenes exportados. Por el contrario, las exportaciones de petróleo y derivados crecieron 21,7% anual en promedio para dicho bimestre, en especial por un aumento en las cantidades exportadas. En relación con las exportaciones de origen agrícola, la disminución registrada durante el bimestre refleja las menores ventas externas de banano y flores, que fueron compensadas de manera parcial por el aumento de las exportaciones en dólares de café de 7,7%, donde se destaca un aumento del 49% en el volumen exportado del grano (en promedio anual para dicho período).

La caída de las exportaciones industriales¹ registrada entre octubre y noviembre (Gráfico A) refleja las menores ventas hacia Ecuador, Venezuela y el resto de destinos, con reducciones anuales promedio para el bimestre de 0,6%, 13,1% y 2,1%, respectivamente, mientras las ventas de los productos industriales hacia los Estados Unidos aumentaron un 3,2% anual en el mismo período (Gráfico B).

1 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni sus derivados, como tampoco carbón, ferrocromo, oro, café, banano ni flores; y representan el 23% del total exportado en dicho período. Las exportaciones industriales corresponden al 95% de este grupo.

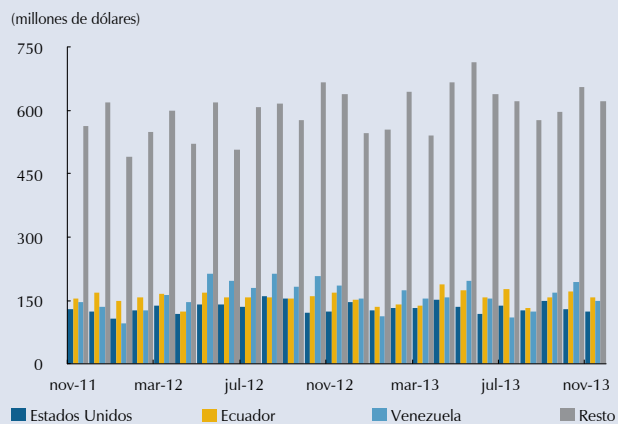
Gráfico A
Exportaciones industriales y otros^{a/}
(mensual)



a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferrocromo, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

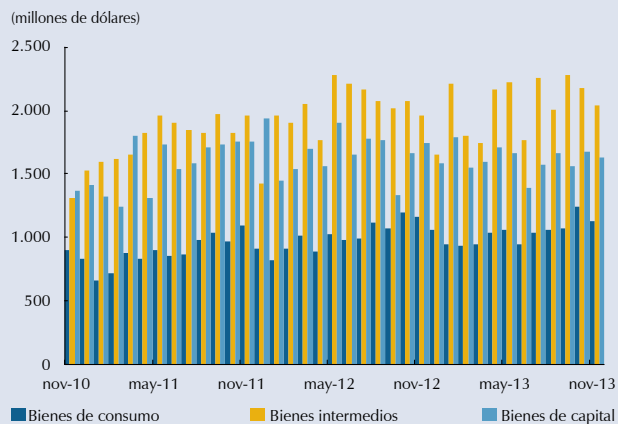
Por otro lado, el aumento de las importaciones FOB en dólares durante el bimestre octubre-noviembre se debe en especial al incremento de 4,4% promedio anual en las compras de bienes intermedios, impulsados por las mayores compras de combustibles y productos relacionados. A lo anterior se sumó un ligero aumento de las importaciones de bienes de consumo de 0,4% anual en promedio para dicho período. Por su parte, las compras de bienes de capital siguieron contrayéndose durante el bimestre, al registrar una caída de 2,9%, reflejando las menores compras de materiales de construcción, bienes de capital para la agricultura y equipo de transporte (Gráfico C).

Gráfico B
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto de destinos^{a/} (mensual)



a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico C
Importaciones por tipo de bienes (FOB) (mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Recuadro 1

EFFECTOS EN LOS BALANCES DEL SECTOR REAL Y FINANCIERO COLOMBIANO ANTE EL *TAPERING*

Gerencia Técnica

La política monetaria expansiva de los Estados Unidos y otras economías desarrolladas como respuesta a la crisis financiera internacional de 2008-2009 no solo contribuyó a restablecer el funcionamiento de los mercados financieros y a reducir los costos de financiamiento de largo plazo en esos países, sino que también tuvo efectos importantes en las economías emergentes (EE) mediante diferentes mecanismos. La amplia liquidez internacional y las tasas de interés en niveles históricamente bajos estimularon los flujos de capital hacia las EE, redujeron la percepción de riesgo, acentuaron la dinámica del crédito, presionaron al alza los precios de los activos reales y financieros y agudizaron la apreciación de las monedas de estas economías.

Desde mediados de 2013, cuando la Reserva Federal empezó a anunciar la eventual reducción de las compras de activos financieros (*tapering*), una vez la economía de los Estados Unidos mostrara signos claros de reactivación, se generó un incremento importante en la tasa de interés de largo plazo en ese país, lo que estuvo acompañado de una gran volatilidad en los mercados financieros mundiales, incluido Colombia. El *tapering*, que en diciembre de 2013 fue puesto en marcha, podría llevar a un proceso de normalización de las condiciones financieras internacionales. De esta manera, ante las menores perspectivas de liquidez internacional, los inversionistas extranjeros pueden empezar a rebalancear sus portafolios. Los efectos para las economías emergentes de este rebalanceo sería una salida de capitales, que podría llevar a un aumento en los costos de financiamiento externo, a una corrección en los precios de algunos activos y a la depreciación de las monedas.

Ante esta situación es relevante preguntarse qué efectos tendrían la depreciación del tipo de cambio y los aumentos de las tasas de interés en los sectores real y financiero colombiano. En particular, el equipo técnico del Banco realizó un análisis de los descálces cambiarios de una muestra de firmas del sector real y los efectos que podría tener una fuerte depreciación del peso en las hojas de balance. Para el sistema financiero se analizó su exposición a las empresas del sector real más sensibles al tipo de cambio, se simuló escenarios de desvalorizaciones de los títulos de deuda pública interna (TES) y de iliquidez (que podrían ocurrir ante una sobre-reacción de los mercados financieros) para ver los efectos en las hojas de balance y, por último, se realizó una prueba de estrés. A continuación se describen los principales resultados de estos ejercicios.

Para las firmas con operaciones en monedas distintas a la local, un descalce cambiario¹ implica enfrentar un riesgo financiero, ya que periodos de excesiva volatilidad del peso frente a otras monedas afecta la valoración de la hoja de balance, el flujo de caja, las utilidades y, muy probablemente, su inversión y crecimiento. Al depreciarse la moneda local se aumenta la relación deuda/activos, aumenta el servicio del crédito en moneda extranjera en proporción a los ingresos y eleva los costos de acceso por parte de los agentes económicos a fuentes de financiamiento externas. Dado que el saldo de la deuda externa privada en Colombia ha aumentado en los últimos años, esto puede implicar una vulnerabilidad para Colombia si los agentes que se han endeudado tienen descálces cambiarios por el lado de los pasivos o si sus expectativas sobre un refinanciamiento del crédito no se cumplen.

Para analizar esta situación en el sector real colombiano, se definió que una firma tiene un descalce cambiario en moneda extranjera (M/E) si sus pasivos en M/E son superiores a su activos en M/E. En agosto de 2013 se encontró que de una muestra de 6.979 firmas del sector real, de las cuales se dispone información de estados financieros y activos y/o pasivos en moneda extranjera, 2.883 empresas registran descálces en M/E (40% de la muestra). En general, dicho descalce es resultado de un incremento en la contratación de deuda (en su mayoría de largo plazo), y de niveles relativamente bajos y estables de activos en M/E y coberturas cambiarias. En general las firmas con descálces operan en los sectores de transporte y comunicaciones e industria y comercio. Por otra parte, hay 1.615 empresas cuyo valor del descalce no supera el millón de dólares².

Para la muestra de firmas descalzadas en 2013, se encontró que ante una depreciación del 15%, el 77% hubiera registrado una desvalorización de su patrimonio inferior al 10%, (este conjunto responde por el 42% del valor del descalce de la muestra). Por su parte, el 23% de las empresas habrían

1 El descalce cambiario es la diferencia entre activos y pasivos en moneda extranjera (M/E), o entre ingresos y egresos en M/E, o una combinación de ambos.

2 Es importante mencionar que en el cálculo del descalce solo se incluyen los activos en M/E registrados en el Banco de la República (no se tienen en cuenta los activos no registrados, tales como las cuentas libres) y las coberturas cambiarias realizadas con agentes internos (no se incluyen las que realiza la empresa o su casa matriz con agentes del exterior).

registrado desvalorizaciones superiores al 10% (estas respondieron por el 58% restante del descalce). Así se concluye que, si bien hay un porcentaje de firmas del sector real con descalces cambiarios, su riesgo ante una devaluación puede estar acotado.

Una alta exposición del sector financiero a las firmas del sector real que se encuentran descalzadas aumenta la vulnerabilidad sobre la estabilidad financiera ante choques en el tipo de cambio. Estimaciones del equipo técnico muestran que el sistema financiero colombiano no se encuentra altamente expuesto a estas firmas, ya que la cartera comercial que tienen representa cerca del 5% del saldo total de esta modalidad a junio de 2013. Adicionalmente, al cuantificar los efectos sobre los indicadores de riesgo del sistema financiero de una depreciación inesperada de 9% y 38,8%, se encontró que el impacto, en el nivel agregado y por entidad, no es considerable, dada la baja representatividad de los créditos en manos de las firmas expuestas dentro del balance de las entidades financieras.

Como se mencionó anteriormente, la normalización de la política monetaria en Estados Unidos puede generar un aumento de las tasas de interés internacionales que se transmitiría a las tasas de interés de Colombia. Esto a su vez causaría desvalorizaciones en los títulos de deuda pública interna (TES), lo que tendría efectos en las hojas de balance del sistema financiero.

Al analizar el riesgo de mercado de los portafolios de TES, ejercicios del equipo técnico encontraron que, de presentarse un incremento paralelo de 400 pb³ en la curva de rendimiento de los títulos de deuda pública, ninguna entidad bancaria requeriría agotar su capital adicional⁴ para suplir sus pérdidas. Además se halló que, dada la recomposición hacia menor duración observada entre abril y diciembre, las entidades estarían mejor preparadas para enfrentar posibles choques como el que podría generar un desmonte del estímulo monetario en la economía estadounidense. Es importante resaltar que en este análisis se dejan de lado los demás activos que componen el portafolio de inversiones de las entidades del sistema financiero.

Una sobre-reacción de los mercados financieros ante los cambios en la postura monetaria americana podría generar situaciones de poca liquidez. Para medir este riesgo en el sistema financiero colombiano se simuló un escenario en base al comportamiento de los componentes del indicador de liquidez durante las semanas siguientes a los anuncios de la

Reserva Federal referentes al posible desmonte del programa de flexibilización monetaria en mayo de 2013. Los resultados de los ejercicios realizados por el equipo técnico muestran que ninguna de las entidades bancarias ni corporaciones financieras presentarían niveles de liquidez por debajo del mínimo regulatorio.

Por último, se realizó una prueba de estrés basada en la metodología propuesta por Cihák (2007)⁵ que contempla simultáneamente el impacto en la solvencia de las entidades financieras ante un aumento en el riesgo de crédito, en el riesgo de tasa de interés, en el riesgo cambiario y en el riesgo de liquidez; todo esto incorporando un posible contagio interbancario. Se encontró que ninguna entidad necesitaría capital adicional para cumplir con la razón de solvencia regulatoria (9%).

En conclusión, los resultados anteriores muestran que tanto el sector real como el sector financiero podrían resistir un escenario con mayores tasas de interés internacionales y una depreciación fuerte que podría resultar de una sobre-reacción de los mercados financieros ante el retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal. Sin embargo, hay que aclarar que estos ejercicios tienen limitaciones, como por ejemplo, no incorporan los efectos indirectos o de segunda ronda que el *tapering* podría generar en la economía.

3 Choque sugerido por el Financial Stability Board, y que supone una reacción bastante fuerte.

4 El monto de capital que tiene una entidad en exceso del capital regulatorio.

5 Cihák, M. (2007). "Introduction to Applied Stress Testing", IMF working paper 07/59.

II. CRECIMIENTO INTERNO: SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

En el tercer trimestre de 2013 la economía colombiana creció 5,1% anual, cifra que se situó en la parte superior del rango de pronóstico presentado en el anterior Informe sobre Inflación.

En este período el crecimiento estuvo impulsado principalmente por la inversión. El consumo mantuvo un ritmo favorable y cercano a su promedio histórico.

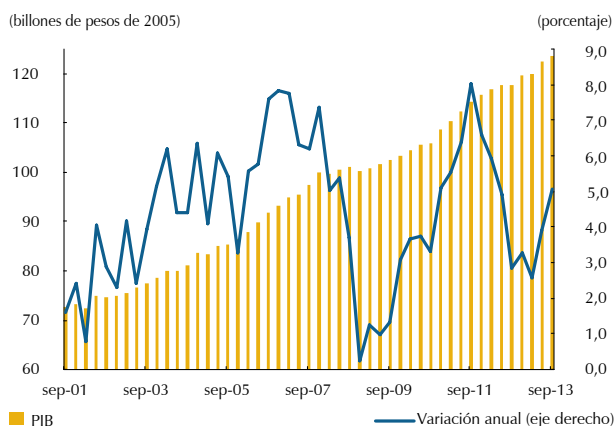
En el cuarto trimestre la economía colombiana habría seguido expandiéndose a un ritmo mayor que el observado en la primera mitad del año.

A. EL PIB EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2013

Durante el tercer trimestre de 2013 el PIB colombiano se expandió a una tasa anual de 5,1% (Gráfico 14), según lo reportado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). Este resultado, que significó una aceleración frente a los registros de la primera mitad del año,

se ubicó en la parte superior del rango de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación*. La expansión entre trimestres fue de 1,1%.

Gráfico 14
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

De acuerdo con el DANE, el buen resultado en materia de crecimiento económico obedeció a un mayor ritmo de expansión de la demanda interna, que durante ese período creció 6,0% en términos anuales, la tasa más alta observada en los últimos cuatro trimestres (Cuadro 4). La dinámica de este rubro fue impulsada en gran medida por el comportamiento de la inversión, aunque la expansión del consumo interno también fue favorable. En el primer caso sobresalió el desempeño de la construcción, mientras que en el segundo lo hizo el consumo final del Gobierno.

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2012				2012	2013			Contribuciones al crecimiento anual (III trim. de 2013) (puntos porcentuales)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	
Consumo total	5,4	4,1	4,5	5,2	4,8	4,0	4,6	4,4	3,6
Consumo de hogares	5,7	3,9	4,4	4,9	4,7	3,6	4,3	4,0	2,6
Bienes no durables	5,8	2,3	3,4	3,0	3,6	3,0	4,0	3,4	0,7
Bienes semidurables	13,7	7,6	7,7	7,3	9,0	3,1	6,3	5,6	0,4
Bienes durables	-5,9	2,1	4,1	20,3	4,7	1,7	4,5	5,5	0,2
Servicios	5,9	4,6	4,5	4,1	4,8	4,1	4,2	3,9	1,3
Consumo final del Gobierno	4,2	4,8	5,0	6,4	5,1	4,6	5,4	5,7	0,9
Formación bruta de capital	10,0	14,5	1,1	4,0	7,3	1,9	-1,7	10,8	2,9
Formación bruta de capital fijo	10,1	13,7	2,7	4,5	7,6	3,1	0,7	11,0	3,0
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	4,2	2,4	1,0	0,9	2,1	-3,1	-1,9	-1,3	(0,0)
Maquinaria y equipo	13,1	8,9	5,4	4,7	7,9	0,6	4,1	3,0	0,3
Equipo de transporte	18,0	16,8	-10,4	-14,1	0,9	-10,8	-13,5	-6,8	(0,2)
Construcción y edificaciones	2,1	16,8	-12,2	13,6	4,8	10,1	8,6	26,7	1,4
Obras civiles	8,6	9,5	8,5	1,1	6,8	7,8	-2,5	18,2	1,5
Servicios	9,9	12,0	-6,6	8,9	5,9	2,2	3,2	3,5	0,0
Demanda interna	6,2	6,8	3,7	3,0	4,9	3,5	3,1	6,0	6,5
Exportaciones totales	8,1	5,0	5,5	0,0	4,6	-2,4	7,8	1,9	0,3
Importaciones totales	13,2	11,2	9,3	3,1	9,1	-0,2	1,3	2,9	(0,8)
PIB	5,9	4,9	2,8	3,3	4,2	2,6	3,9	5,1	5,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, la expansión del consumo privado se dio a una tasa similar a su promedio desde 2001 (4,0%). Al desagregar el consumo de las familias en sus componentes por durabilidad se observaron buenos crecimientos (aunque menores que aquellos registrados durante el segundo trimestre) en los rubros de bienes no durables, semidurables y de servicios.

Los diferentes renglones que componen la inversión se expandieron a tasas superiores que las reportadas en el pasado por el DANE. La mayor contribución provino del rubro de construcción de edificaciones, el cual creció a tasas que rondaron el 30%. Por su parte, el aumento del rubro de construcción de obras civiles estuvo por encima de los registros de los últimos seis trimestres. Cabe resaltar que al crecimiento de la inversión también aportó aquella destinada a la adquisición de maquinaria y equipo.

La expansión del consumo privado se dio a una tasa similar a su promedio desde 2001 (4,0%).

Las mayores tasas de crecimiento se observaron en las ramas de construcción, agricultura y minería. La industria se contrajo en términos anuales.

En las dinámicas de los rubros de comercio exterior se observaron comportamientos mixtos. Para el caso de las exportaciones se registró una marcada desaceleración en su tasa de crecimiento con respecto a lo registrado para el segundo trimestre y para el promedio de la primera mitad del año. Esto último obedeció en especial a los distintos choques de oferta que se presentaron en el sector carbonífero a lo largo del trimestre. En el caso de las importaciones se apreciaron tasas de crecimiento ligeramente mayores, siguiendo lo reportado por el DANE con respecto a la dinámica de las compras al exterior de bienes de capital y de materias primas, en términos reales.

Por el lado de la oferta, las mayores tasas de crecimiento se observaron en las ramas de construcción, agricultura y minería, en su orden (Cuadro 5). Asimismo, se registraron expansiones importantes en actividades como comercio, servicios sociales, comunales y personales, y servicios financieros, que contribuyeron de manera significativa al crecimiento. En contraste, el único sector que mostró una contracción anual fue la industria (-1,0%).

El sector más dinámico de la economía colombiana durante el tercer trimestre de 2013 fue la construcción, con un crecimiento del 21,3%, que ratifica el buen

Cuadro 5
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Ramas de actividad	2012				2012 año completo	2013			Contribución al crecimiento anual (III trim. de 2013)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	III trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,0	2,9	3,5	1,8	2,6	4,1	7,6	6,6	0,4
Explotación de minas y canteras	13,6	8,7	0,7	1,9	6,0	1,6	4,1	6,1	0,5
Industria manufacturera	1,0	0,3	(1,0)	(2,4)	(0,5)	(3,9)	1,3	(1,0)	(0,1)
Electricidad, gas y agua	4,1	3,5	3,4	3,1	3,5	3,6	4,8	3,7	0,1
Construcción	8,2	12,0	(0,1)	5,5	6,3	9,1	2,5	21,3	1,3
Edificaciones	8,3	14,9	(10,5)	12,0	5,9	9,9	7,7	24,8	0,6
Obras civiles	8,5	9,9	8,5	1,0	6,9	8,2	(1,9)	18,6	0,7
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,3	4,4	3,2	3,4	4,1	2,9	4,1	4,3	0,5
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,6	3,8	3,1	3,1	4,1	2,3	3,0	2,9	0,2
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	7,1	5,2	4,1	4,5	5,2	3,4	4,2	4,9	1,0
Servicios sociales, comunales y personales	3,9	4,2	5,7	6,0	4,9	4,7	5,1	4,7	0,7
Subtotal valor agregado	5,6	4,7	2,8	3,2	4,1	2,6	4,0	5,1	4,7
Impuestos menos subsidios	8,0	5,4	2,9	3,4	4,9	3,1	2,9	4,2	0,4
PIB	5,9	4,9	2,8	3,3	4,2	2,6	3,9	5,1	5,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El sector más dinámico de la economía durante el tercer trimestre fue la construcción, con contribuciones importantes por parte tanto de la construcción de edificaciones como de la de obras civiles.

comportamiento que viene teniendo en lo corrido del año (5,8% en el primer semestre). Al desagregar, se observa que tanto las obras civiles (18,6%) como las edificaciones (24,8%) contribuyeron de manera similar al crecimiento. El efecto de una baja base de comparación con respecto al año anterior, el desempeño favorable de las licencias otorgadas y la ejecución de las etapas del proceso constructivo con un mayor valor agregado explicarían este resultado. El desempeño de las obras civiles estuvo ligado a la buena dinámica registrada para los grupos de carreteras y calles y de las vías de agua, acueductos y alcantarillados.

En lo que respecta a la agricultura, se destaca el significativo dinamismo de productos del café (41,6%). El sacrificio de ganado mantuvo su tasa de crecimiento (3,7% frente a 3,4% del trimestre anterior), mientras que el grupo de otros productos agrícolas se desaceleró con respecto a la variación anual registrada entre abril y junio (pasó de 6,8% a 3,6%). Esto último podría ser explicado por el impacto que tuvo el paro agropecuario que ocurrió entre agosto y septiembre de 2013.

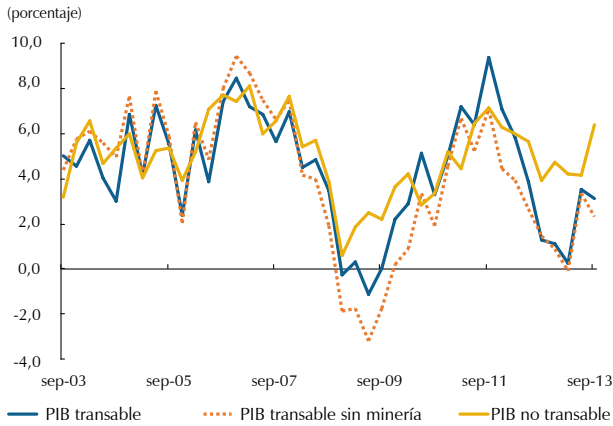
Otro sector que reportó un crecimiento importante fue la minería (6,1%); sin embargo, dentro de esta rama de actividad se encuentran grandes disparidades. Por un lado, la producción de petróleo y los minerales no metálicos presentaron tasas positivas de expansión, de 10,3% y 14,5%, respectivamente. Por el otro, la producción de carbón y de minerales metálicos cayó 5,5% y 17,1%, respectivamente. En el caso del petróleo, principal producto del sector, un desempeño más favorable del transporte del crudo y menores problemas de orden público permitieron que la producción para dicho período estuviera en promedio alrededor de un millón quince mil barriles diarios. Para el carbón, segundo producto de importancia, la caída obedece al paro laboral en una de las empresas con mayor participación en la producción nacional durante el tercer trimestre.

En contraste con lo anterior, el valor agregado del sector manufacturero cayó 1,0% en términos anuales. Esto obedeció a la conjunción de varios factores que han permanecido en el último año y medio, dentro de los que sobresalen la presencia de choques de oferta, una demanda interna y externa más débiles, y una mayor competencia de bienes importados, en un contexto de apreciación acumulada del peso —véase el Recuadro 2 del *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2012, p. 44—. Adicionalmente, como se menciona en la encuesta de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), también habría problemas asociados con el contrabando, deficiencia en la infraestructura y dificultad en la importación de ciertas materias primas.

Choques de oferta, demandas interna y externa más débiles, y mayor competencia de bienes importados influyeron en la contracción de la industria.

De esta manera, durante el tercer trimestre de 2013 la variación anual del PIB de los sectores no transables continuó estando por encima de la economía en su conjunto, y su tasa de crecimiento se aceleró frente a la registrada tres meses atrás (de 4,2% a 6,4%). Esto se explica en especial por el dinamismo registrado en la rama de la construcción, tanto por obras civiles como por edificaciones (Gráfico 15). El sector transable sigue reportando una expansión por debajo del sector no transable y se desaceleró frente al trimestre anterior (de 3,5% a 3,1%), lo cual puede estar relacionado con un debilitamiento de la producción industrial

Gráfico 15
 PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables
 (crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

y una desaceleración de la agricultura. Este hecho se manifiesta de manera más pronunciada al excluir del cálculo a la minería, pues sin esta el PIB transable solo creció 2,4% anual.

B. EL PIB DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2013

La información disponible sobre el desempeño de la actividad económica sugiere que el PIB se habría expandido a tasas ligeramente por debajo de las registradas en el tercer trimestre, aunque por encima de aquellas observadas en promedio para la primera mitad de 2013. La demanda interna habría mantenido un dinamismo importante, con el consumo agregado creciendo a una tasa similar a la de su promedio para

la última década. Esto siempre y cuando el consumo del Gobierno haya mantenido el ritmo de expansión de los trimestres anteriores (que sería algo factible), aunque acompañado de incertidumbre por el efecto que puede haber tenido la aplicación de la Ley de Garantías en los entes oficiales a partir del 9 de noviembre de 2013.

El consumo privado habría crecido a un ritmo similar al registrado durante el tercer trimestre, como se infiere de los indicadores en materia de gasto, ingresos y financiación de los hogares. Dentro de este rubro, el buen comportamiento del consumo de bienes semidurables y de no durables habría contrarrestado el menor dinamismo del gasto en bienes durables, como se deriva de la más reciente *Muestra mensual de comercio al por menor* (MMCM), publicada por el DANE.

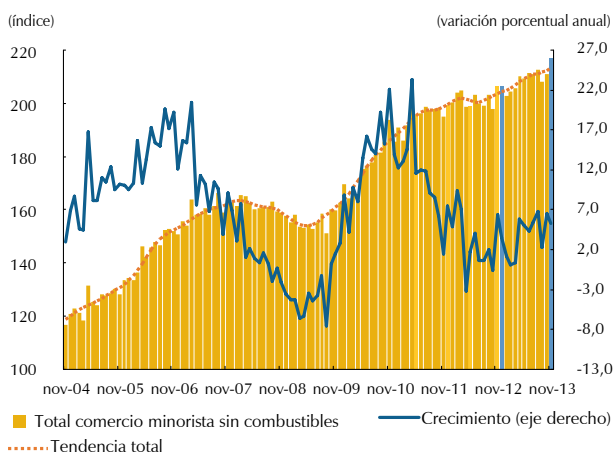
En efecto, en noviembre el índice agregado de ventas al por menor creció 5,3% frente al mismo mes de 2012 (Gráfico 16). Esto representó una expansión anual del bimestre octubre-noviembre de 5,9%, mayor que la registrada para el promedio del tercer trimestre (4,9%). Al descontar el segmento de ventas de vehículos y automotores, las ventas minoristas crecieron 6,7% anual durante el mismo período, lo que significa una aceleración aún mayor frente al comportamiento de este tipo de ventas durante el trimestre julio-septiembre (4,0%).

Durante el cuarto trimestre el PIB se habría expandido a tasas superiores a las registradas para la primera mitad del año.

Lo anterior sugiere que durante el cuarto trimestre el consumo de bienes durables habría registrado una desaceleración en su tasa de crecimiento anual, esto por cuenta de la alta base de comparación del año anterior⁵. Las ventas de vehículos automotores y motocicletas crecieron 2,8% en el bimestre octubre-noviembre, cifra menor que el 8,6% del tercer trimestre, según la información más reciente publicada por del DANE.

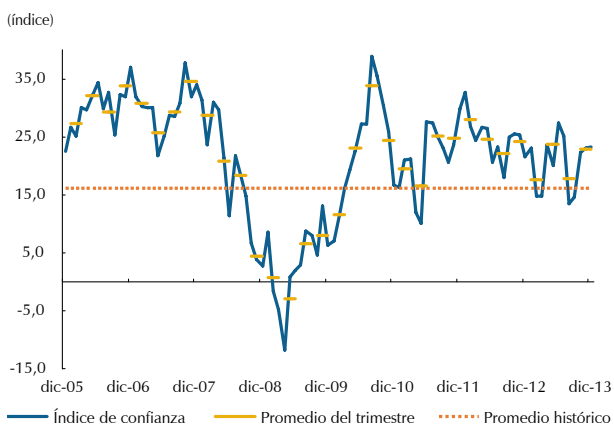
5 Las compras de bienes durables se expandieron 20,8% durante el cuarto trimestre de 2012. Esta buena dinámica estuvo relacionada, principalmente, con el comportamiento de las ventas de vehículos en el salón bianual del automóvil durante el mes de noviembre.

Gráfico 16
Muestra mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles,
desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 17
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 18
Tasa de desempleo
(trimestre móvil septiembre-noviembre)



Fuente: DANE (GEIH), cálculos del Banco de la República.

La evolución de otros indicadores que ofrecen indicios sobre lo que habría sido la dinámica del gasto privado durante el cuarto trimestre es afín con lo sugerido por la MMCM del DANE. En el margen, el índice de confianza del consumidor, publicado por Fedesarrollo, no mostró variaciones importantes con respecto a los niveles de noviembre y octubre (Gráfico 17). El promedio del cuarto trimestre de este índice es mayor que el registrado para el tercero, aunque su nivel no dista de aquellos observados en los últimos dos años y está por encima de su promedio histórico desde noviembre de 2001, cuando se inició la serie.

Adicionalmente, la información relacionada con los ingresos, el empleo y los medios de financiación de los hogares apoya el comportamiento esperado para el consumo privado durante el cuarto trimestre de 2013. Por un lado, la tasa de inflación registrada durante ese período se redujo, lo que debió contribuir a un mayor poder adquisitivo del ingreso de las familias colombianas. Por otro, los resultados recientes en materia de mercado laboral también habrían favorecido la expansión del consumo de los hogares. Entre enero y noviembre de 2013 el mercado laboral mostró una mejora importante, que resultó en una tasa de desempleo (TD) que continuó decreciendo de manera significativa (Gráfico 18 y sombreado, p. 37).

Así mismo, los indicadores de financiamiento de las familias sugieren que el consumo privado no habría modificado su ritmo de expansión: el crecimiento de la cartera de los hogares en términos reales dejó de desacelerarse (se expandió 10,8% durante el cuarto trimestre frente a 10,6% del tercero) y las tasas de interés reales para los hogares no mostraron variaciones significativas en promedio para el trimestre octubre-diciembre: la de consumo se mantuvo estable, mientras que la de tarjeta cayó marginalmente, comparada con el promedio del tercero (Gráfico 19).

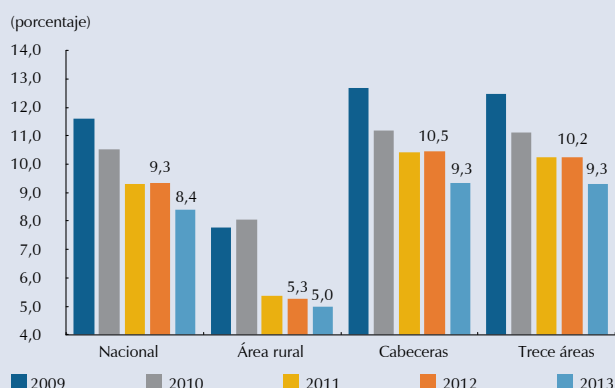
Con respecto a la formación bruta de capital, su crecimiento habría continuado a tasas importantes, aunque menores que las observadas para el tercer trimestre. Al descontar los niveles de inversión en

EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO LABORAL HACIA FINALES DE 2013

Para el trimestre móvil terminado en noviembre se observaron caídas anuales de la TD en todos los dominios geográficos: la nacional se ubicó en 8,4%, la de las áreas rurales en 5,0%, la de las cabeceras urbanas en 9,3% y la de las trece principales áreas metropolitanas en 9,3% (Gráfico A).

El descenso sostenido del número de desempleados se explica por el crecimiento de los ocupados, que para el total nacional en el trimestre móvil terminado en noviembre fue de 2,7% anual, ligeramente por encima del promedio de los últimos doce años. En cuanto a las trece principales áreas metropolitanas, el crecimiento del empleo en el mismo período fue del 1,8% anual (Gráfico B).

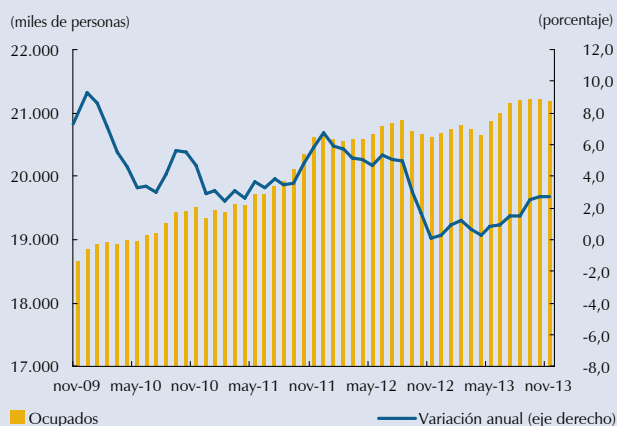
Gráfico A
Tasa de desempleo
(trimestre móvil septiembre-noviembre)



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico B

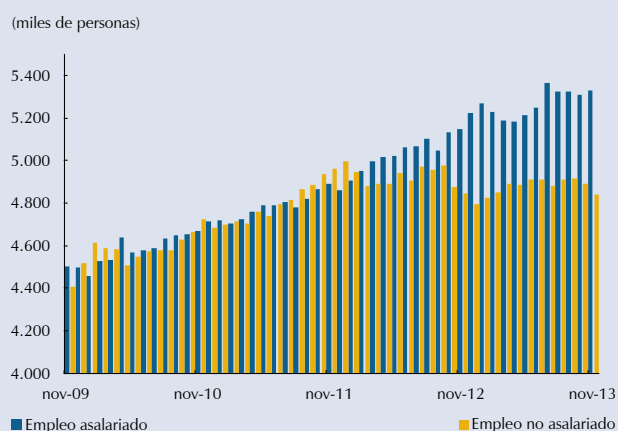
1. Ocupados en el total nacional (trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH).

El aumento del número de ocupados ha ocurrido en particular en el renglón de empleo asalariado, que creció en el trimestre móvil terminado en noviembre a una tasa anual de 3,5%. Por su parte, el no asalariado cayó 0,1% anual durante el mismo período. El empleo asalariado mostró un incremento importante en su nivel en el trimestre móvil mayo-julio, el cual puede deberse al desmonte de las contribuciones parafiscales que se dio en el mes de mayo (Gráfico C).

Gráfico C
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

2. Ocupados en las trece áreas (trimestre móvil desestacionalizado)

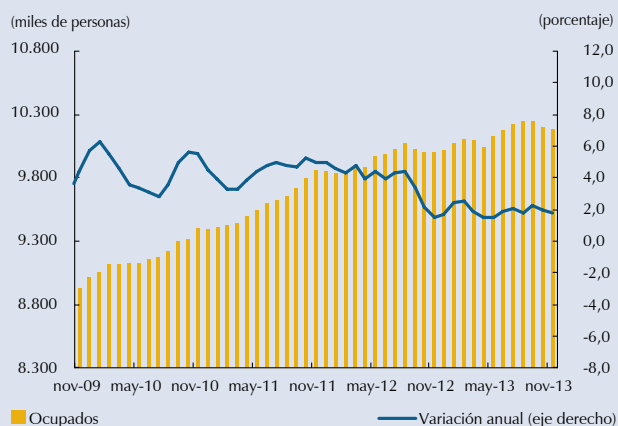
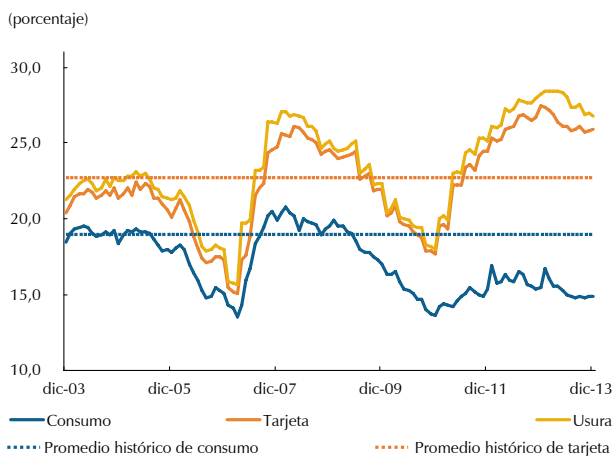
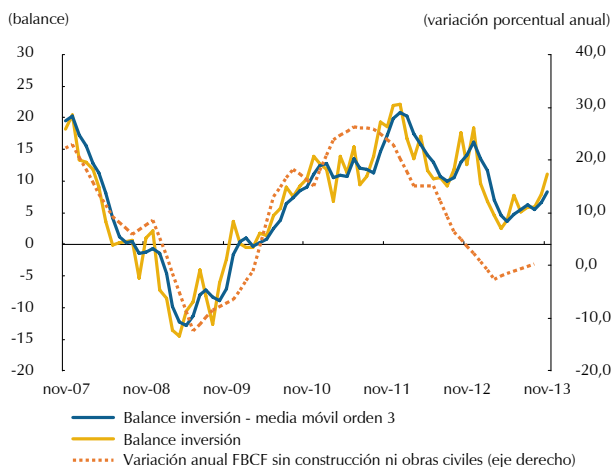


Gráfico 19
Tasas de interés reales de los hogares
(deflactadas con el IPC sin alimentos)



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

Gráfico 20
Balance expectativas de inversión (EMEE) vs. variación
anual FBCF sin construcción de edificaciones ni obras
civiles
(trimestre móvil de orden 3, variación anual)



FBCF: formación bruta de capital fijo.

Fuente: DANE; Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE); cálculos del Banco de la República.

construcción de edificaciones y de obras civiles, el agregado del resto de rubros habría mostrado un mejor desempeño que lo registrado en el tercer trimestre, como se deriva de la información de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* del Banco de la República (EMEE) con cifras a noviembre (Gráfico 20). Al analizar por componentes, se resalta la dinámica de la inversión en maquinaria y equipo, pues las importaciones de maquinaria para la industria en términos reales mostraron un mejor desempeño durante el bimestre octubre-noviembre, frente a lo registrado en lo corrido del año. Para el caso del equipo de transporte, el mismo análisis sugiere que su ritmo de caída habría sido menor.

En el caso de la inversión en construcción de edificaciones, para el cuarto trimestre se espera una desaceleración en su tasa de crecimiento anual, aunque su nivel continuaría siendo alto. La dinámica del sector se mantendría por los efectos positivos de la política de vivienda de interés prioritario del gobierno nacional, en particular se espera un mejor desempeño en la ejecución de los capítulos constructivos más importantes a finales de año. Asimismo, las buenas perspectivas del mercado de vivienda y los programas de subsidios en la tasa de interés han permitido que se mantenga una amplia financiación para este tipo de proyectos.

Por su parte, las obras civiles crecerían a tasas similares que las registradas durante el tercer trimestre; esto, dado que se supone que se realizaron pagos anticipados de obras públicas que se afectarían por la Ley de Garantías en los ámbitos regional y nacional. Asimismo, se espera que los ejecutores de recursos del Fondo

Nacional de Regalías culminen el proceso de liquidación de los pagos requeridos para los proyectos aprobados en la actual vigencia⁶.

Finalmente, según lo derivado de la información de cuentas de compras y ventas al exterior publicadas por el DANE, se habrían registrado aceleraciones en ambos

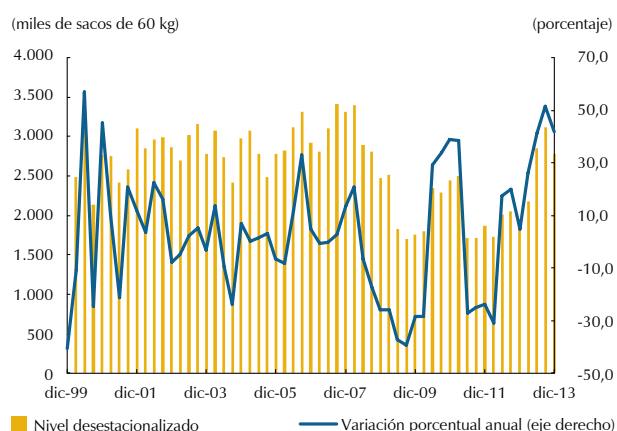
6 El Departamento Nacional de Planeación monitorea el cierre de 1.640 proyectos de inversión, financiados con recursos del Fondo Nacional de Regalías, en depósito en el mismo, y FAEP (Ley 781/02). Dentro del total, 517 proyectos por valor de \$2,5 billones (b) se encuentran en ejecución, con un saldo pendiente de giro de \$941.437 m en doce sectores, principalmente en agua potable y saneamiento ambiental, transporte, vivienda, energía y educación. Asimismo, 1.102 proyectos por valor de \$2,2 b se encuentran en proceso de cierre, y pendiente de giro \$255.663 m. El saldo corresponde a 21 proyectos que no fueron aprobados.

rubros de comercio internacional en términos reales, aunque mayor para el caso de las importaciones que en el de las exportaciones.

Por el lado de la oferta, el balance de los distintos indicadores de actividad disponibles es mixto: por una parte, algunas cifras de producción industrial han reportado caídas y los efectos de la parálisis en la producción de carbón en lo corrido del año parecen haber continuado; por la otra, hay noticias favorables en sectores como el comercio, la construcción, el cafetero y, en menor medida, en el petrolero.

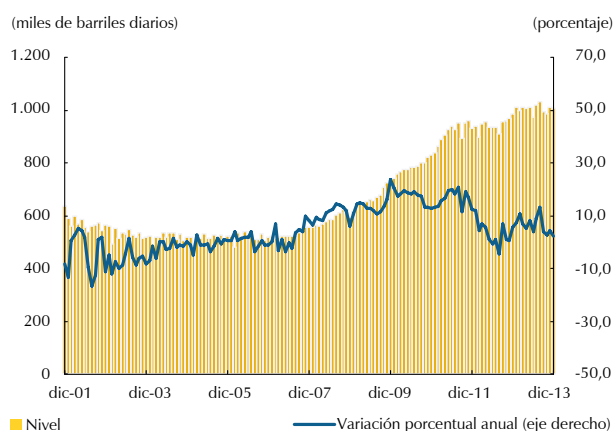
El sector cafetero reportó un crecimiento de 41,9% en su producción durante el cuarto trimestre de 2013, de acuerdo con las cifras publicadas por la Federación Nacional de Cafeteros. Este dinamismo lo ratifican las cifras de exportaciones publicadas por aquella entidad y por el DANE a noviembre de 2013. La renovación de cerca de 460.000 hectáreas de cultivo en los últimos cinco años se ha traducido en un aumento de la productividad promedio de las plantaciones, de acuerdo con el gremio (Gráfico 21).

Gráfico 21
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 22
Producción de petróleo
(nivel y crecimiento anual)



Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH); cálculos del Banco de la República.

En cuanto a la actividad de comercio, se espera que su ritmo de expansión continúe siendo favorable con base en el buen desempeño de las ventas al por menor, como ya se mencionó. De acuerdo con ello, en noviembre de 2013 se destaca el incremento de 3,0% anual registrado en el empleo generado por esa rama, el cual se explica por un aumento en la contratación de personal permanente (6,4%), frente a una disminución de la contratación de personal temporal por intermedio de agencias (-6,4%).

En la minería el panorama es mixto: mientras que la producción de petróleo mantuvo niveles favorables, el desempeño del sector carbonífero es bastante incierto. En diciembre la producción de petróleo se ubicó por encima del millón de barriles diarios (1.007 mbd) y en promedio durante el cuarto trimestre la producción fue de un millón dos mil barriles diarios (1.002 mbd). Aunque los niveles de producción se mantienen elevados, el ritmo de expansión es menor frente a lo registrado tres meses atrás (pasó de 8,7% a 3,1%). El comportamiento favorable del sector se explica por mejoras en las condiciones de transporte y por la estabilización de la producción en los diferentes yacimientos, frente al año anterior (Gráfico 22).

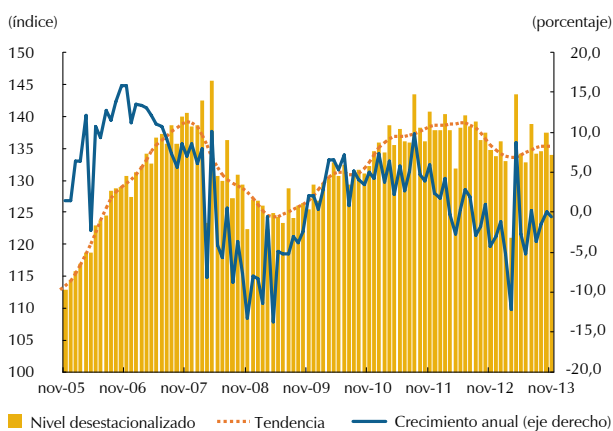
La desaceleración podría ser atribuida a problemas de seguridad que afectaron la infraestructura en el mes de septiembre de 2013. En lo que respecta al carbón, aunque se espera una recuperación de la producción

Se espera un dinamismo importante en la rama de la construcción, como sugieren los indicadores del sector y los estímulos por parte del gobierno nacional.

del sector frente al trimestre anterior, la incertidumbre sobre su desempeño es alta y no se descartan efectos adicionales que sobre el nivel de producción pudieran tener las parálisis de actividades por parte de los trabajadores en los meses anteriores.

En construcción los pocos indicadores disponibles sugieren un desempeño más favorable en el cuarto trimestre, por lo menos en el caso de la destinada a edificaciones. La producción y los despachos de cemento se aceleraron frente al trimestre anterior, la producción pasó de 6,0% a 11,7%, y los despachos pasaron de 7,1% a 9,9%. Las licencias de construcción mostraron un buen comportamiento, al exhibir una expansión anual de 27,2% y un crecimiento acumulado a doce meses de 12,9% en octubre. Como se señaló, se espera un dinamismo importante del sector, apoyado en los estímulos del Gobierno y en el mejor desempeño del licenciamiento. En obras civiles, acorde con lo expuesto, por el lado de la oferta también se espera un crecimiento positivo y similar al observado en el trimestre anterior.

Gráfico 23
Índice de producción industrial sin trilla de café
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Finalmente, en los últimos meses la manufactura continuó en retroceso, o en el mejor de los casos, estancada. De acuerdo con cifras de la *Muestra mensual manufacturera* (MMM), el índice de producción industrial sin trilla de café del DANE se redujo 0,6% en noviembre de 2013, con lo cual el año corrido acumula una caída de 2,2% (Gráfico 23). Dentro de la rama se aprecia una gran heterogeneidad en los resultados: mientras que subsectores como ingenios (53,2%), confecciones (21,2%) y productos lácteos (14,6%) registraron crecimientos positivos importantes, otros subsectores como metales preciosos (-33,8%), caucho (-28,4%), vidrio (-26,8%) y vehículos (-23,6%) reportaron significativas contracciones. Esto hace complicado realizar un diagnóstico sobre el comportamiento agregado del sector.

El crecimiento del PIB colombiano en el cuarto trimestre de 2013 se ubicaría entre 4,0% y 5,0%, con un escenario más probable alrededor del punto medio del intervalo.

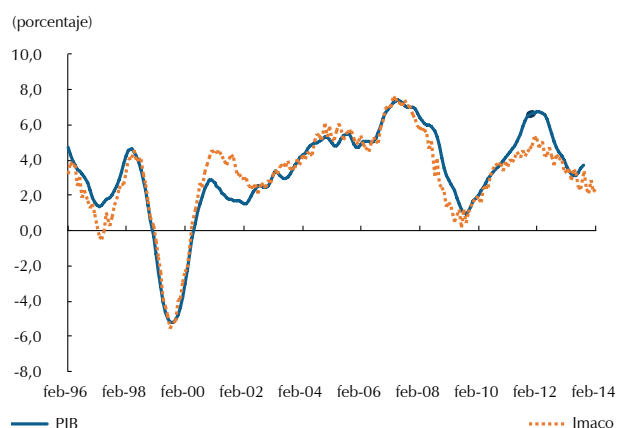
El escaso dinamismo de la manufactura en Colombia coincide con el lento crecimiento que la industria ha venido mostrando en los últimos dos años en muchos países, tanto desarrollados como emergentes. Es posible que, debido al pobre desempeño de la demanda global (que ya completa varios años), hoy en día existan amplios excesos de capacidad instalada subutilizada en varias industrias del mundo, con importantes niveles de acumulación de inventarios. Esto tiende a aumentar la competencia para las empresas colombianas en los mercados externos y en el mercado interno, afectando su participación.

En el caso local, de acuerdo con la ANDI, los industriales han percibido un aumento de la competencia de productos importados a lo largo del año en el mercado interno. Así mismo, con información al mismo mes, la encuesta de Fedesarrollo reportó una leve caída en los indicadores de pedidos y de confianza de los industriales; sin embargo, el componente tendencial muestra una pendiente positiva

y moderada, que sugeriría que la recuperación del sector podría darse en los próximos meses. Por último, las exportaciones industriales estarían comenzando a mostrar un cambio en la tendencia, en especial en el mes de noviembre: la variación anual de los volúmenes reportados por el DANE fue de 5,9%, frente a -7,5% de octubre y -9,6% en promedio para el tercer trimestre.

Todo lo anterior permite prever que el crecimiento del PIB colombiano en el cuarto trimestre de 2013 se ubicaría entre 4,0% y 5,0%, con un escenario más probable alrededor del punto medio del intervalo. Por ramas de actividad, las más dinámicas continuarían siendo la agricultura y la construcción. La industria continuaría mostrando una baja expansión. El rango de pronóstico contempla una incertidumbre importante sobre el comportamiento final de la inversión en obras civiles y el consumo del Gobierno.

Gráfico 24
Imaco: indicador líder 5 meses del PIB^{a/}



a/ Crecimiento anual acumulado a doce meses.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Cabe mencionar que el indicador líder Imaco (Gráfico 24), calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a octubre, señala un crecimiento acumulado a doce meses por debajo de lo proyectado en la senda central. Esta situación se recoge en el *fan chart* del PIB, expuesto en el capítulo IV. Es relevante anotar que esta metodología no contiene indicadores de sectores como la construcción, que están contribuyendo de manera importante al crecimiento, pero que sí están considerados en la senda del escenario central, por lo que el indicador podría estar subestimando la expansión del PIB de Colombia.

Recuadro 2

CARACTERIZACIÓN DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN COLOMBIA: COMPORTAMIENTO Y DINÁMICA EN AÑOS RECIENTES

Camilo Cárdenas Hurtado
Natalia Solano Rojas*

A lo largo de las últimas décadas la economía colombiana ha experimentado cambios importantes en su estructura productiva. La liberalización del comercio, la flotación de la tasa de cambio, la puesta en marcha del esquema de inflación objetivo y un manejo juicioso de las políticas monetaria y fiscal han favorecido la flexibilidad macroeconómica y han reducido la vulnerabilidad de la economía colombiana ante los distintos choques reales y financieros de origen interno y externo.

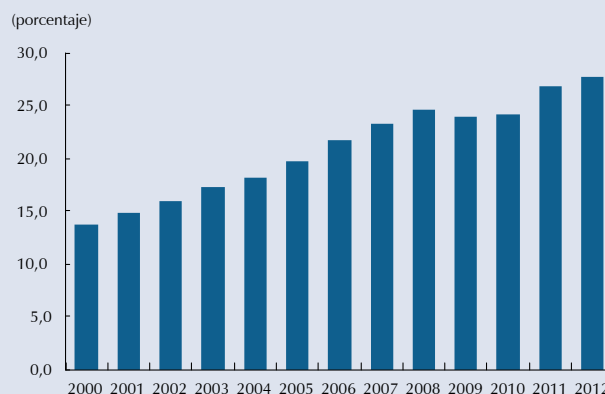
Estos cambios estructurales incentivaron una mayor confianza institucional en el país y fomentaron menores niveles de los índices de riesgo, lo que, de la mano de unos altos precios internacionales de los bienes básicos, permitió que en años recientes se registraran incrementos significativos de los flujos de capital hacia Colombia. Como resultado de lo anterior, la inversión ha aumentado de manera considerable en los últimos diez años, impulsada en parte por la inversión extranjera directa —(IED) destinada sobre todo hacia el sector minero-energético—, la cual ha contribuido de manera importante a financiar el déficit en la cuenta corriente.

Así las cosas, la tasa de inversión real en Colombia, medida como la razón de la formación bruta de capital fijo (FBCF) al producto interno bruto (PIB) en pesos constantes de 2005, pasó de 17,2% en promedio para el período 2000-2005 a 25,0% en promedio desde 2006. En 2012 la FBCF tuvo una participación del 28,0% en el PIB, cifra históricamente alta y que evidencia la creciente importancia de este rubro en la economía nacional (Gráfico R2.1).

En este artículo se exponen de manera general las respuestas a las preguntas: i) ¿quién ha hecho la inversión?; ii) ¿en qué tipo de activos se ha invertido?, y iii) ¿en qué sector económico se ha utilizado dicha inversión?

Con base en la información de las cuentas económicas integradas (CEI) y del balance de oferta-utilización (BOU) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), desde 2005 se estimó una desagregación a seis dí-

Gráfico R2.1
Tasa de inversión real



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

gitos de la FBCF por producto en términos reales¹. Adicionalmente, se utilizó una agregación anual de la información de cuentas nacionales trimestrales (en pesos de 2005) publicada de manera oficial por el DANE. Cabe resaltar que las cifras y tendencias estimadas no son de carácter oficial y que se trata simplemente de un ejercicio descriptivo. Sin embargo, al comparar los resultados obtenidos con la información oficial de las cuentas nacionales, se observa que el ajuste del ejercicio es más que satisfactorio: los cálculos recogen cerca del 97% del total de FBCF real publicada por el DANE.

¿Qué sector institucional ha demandado la FBCF?

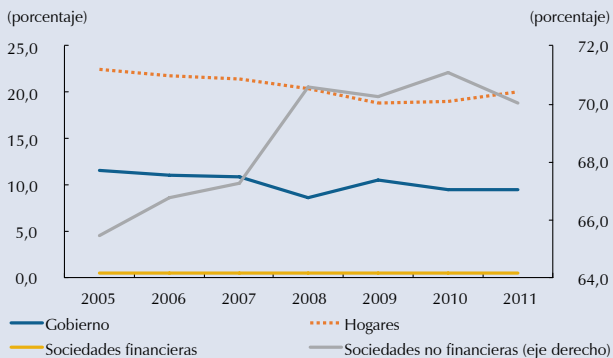
En términos reales, las sociedades no financieras son los agentes económicos que efectuaron mayor demanda por inversión durante el período de análisis. Su participación en la FBCF pasó de cerca del 65,0% en 2005 a algo más del 70,0% hacia finales de la década (Gráfico R2.2).

Los hogares y el Gobierno han mantenido una participación relativamente estable a lo largo del período de análisis. En el primer caso se ubicó alrededor del 21,0% en 2011, mientras que en el segundo fue de 9,5%. Ambos sectores institucionales perdieron marginalmente participación en la FBCF entre 2005 y 2011, cerca de un punto porcentual (pp) en cada caso.

* Profesional y estudiante en práctica del Departamento de Programación Macroeconómica e Inflación. Agradecen los comentarios de Adolfo Cobo. Los resultados y opiniones presentadas son responsabilidad de los autores, por lo cual no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Para estimar las series en precios constantes se utilizó el deflactor que se consideró más apropiado para cada serie. Dentro de los deflatores empleados están el IPP por sectores, el deflactor implícito de la construcción, y el IPC sin alimentos, por ejemplo.

Gráfico R2.2
Participación de la inversión por sector institucional en la FBCF real (base 2005)



FBCF: formación bruta de capital fijo.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

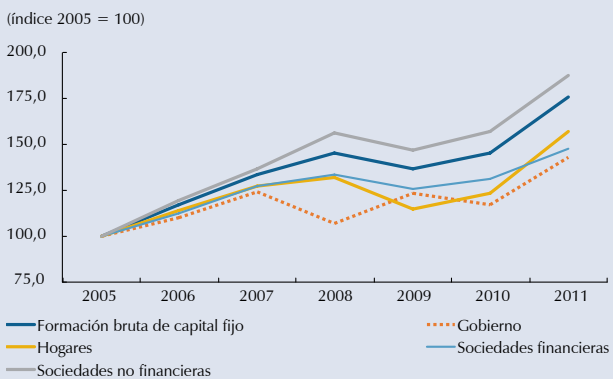
El análisis de la dinámica de la FBCF por sector institucional confirma la importancia de las sociedades no financieras dentro este rubro del PIB: estas acumularon FBCF a un mayor ritmo que el resto de sectores institucionales (Gráfico R2.3). Llama la atención el comportamiento asimétrico de los agentes durante la fase recesiva del ciclo económico: en 2009 se contrajo la inversión de los hogares a un mayor ritmo que el que se registró en otros sectores, mientras que la del Gobierno se expandió, al haberse adelantado una política contracíclica que consistió en ejecutar más rápidamente y sin recortes sus planes de inversión en infraestructura vial, lo que atenuó los efectos de la crisis financiera internacional.

Así las cosas, según las estimaciones aquí presentadas, entre 2005 y 2011 el sector institucional de mayor demanda por inversión valorada a precios de 2005 fue el no financiero.

¿Hacia qué tipo de activos se ha dirigido la inversión?

Según las cifras oficiales de las cuentas nacionales publicadas por el DANE, se han registrado comportamientos mixtos

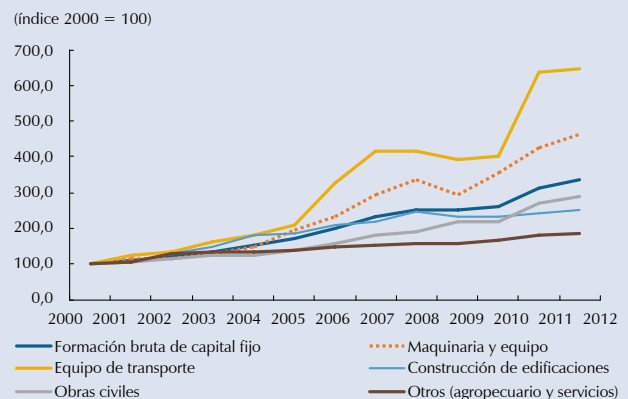
Gráfico R2.3
Dinámica de la FBCF real por sector



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

dentro de los componentes de la FBCF por tipo de bien. Por un lado, se resalta el buen comportamiento de la inversión de maquinaria y equipo, y de equipo de transporte, que crecieron a tasas anuales por encima de la economía entre 2000 y 2012. Por otro, la dinámica de la inversión de los rubros de servicios y de agricultura ha sido modesta. La construcción de edificaciones y de obras civiles ha crecido en promedio a tasas importantes, por encima de la registrada para el PIB durante tal período (Gráfico R2.4).

Gráfico R2.4
Dinámica de la FBCF real por tipo de bien



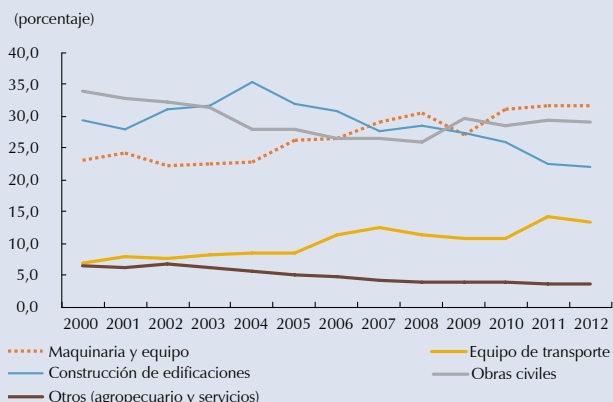
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A comienzo del milenio las obras civiles se configuraban como el destino más importante de la FBCF real en Colombia, con una cuota del 35,0%. La participación de este rubro dentro de la inversión mostró una tendencia ligeramente decreciente hasta 2008, en favor de otros componentes como maquinaria y equipo, equipo de transporte y, a comienzos de la década, construcción de edificaciones. En 2009 este agregó recobró protagonismo y ganó cerca de 4 pp con respecto a lo registrado en años anteriores. Hacia el final del período de análisis su participación dentro de la FBCF se estabilizó alrededor del 29,0%. Por su parte, lo constituido por la inversión en construcción de edificaciones ha descendido desde 2004. Actualmente se configura como el tercer destino de inversión en la economía colombiana.

La importancia de los rubros de maquinaria y equipo, y de equipo de transporte dentro de la FBCF ha crecido a lo largo de la última década. En el primer caso pasó de tener una participación de cerca del 23,1% en 2000 a 31,8% en 2012. En el segundo se duplicó, al pasar de 7,0% a cerca del 15% en el mismo período² (Gráfico R2.5).

² La inversión en equipo de transporte mostró una expansión durante 2011 y 2012 que estuvo estrechamente relacionada con el transporte de petróleo por carrotaque y con las expectativas de los transportadores de un mayor flujo de carga por la entrada en vigencia de los diferentes TLC, lo que generó un exceso de oferta en el sector. Sin embargo, con la culminación

Gráfico R2.5
Participación de la inversión por tipo de bien en la FBCF real (base 2005)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En resumen, según las cifras oficiales de las cuentas nacionales publicadas por el DANE, la inversión en maquinaria y equipo, y en equipo de transporte han sido las de mayor crecimiento y, por ello, han ganado participación dentro de la inversión. Por su parte, la construcción de edificaciones creció a buen ritmo hasta 2007, pero luego se estancó.

¿En qué rama de actividad económica se utilizó la inversión?

Para responder esta pregunta las cifras aquí presentadas se basan en la clasificación de 59 productos para los que, según las matrices del BOU a seis dígitos desde el año 2005, se reporta demanda por inversión nominal. Luego de convertir las series de cada uno de los 59 productos a pesos constantes, se clasificaron en las ramas de actividad económica en las que su uso sería más factible. Resaltamos que estos resultados son estimaciones y no fueron publicados de manera oficial por el DANE.

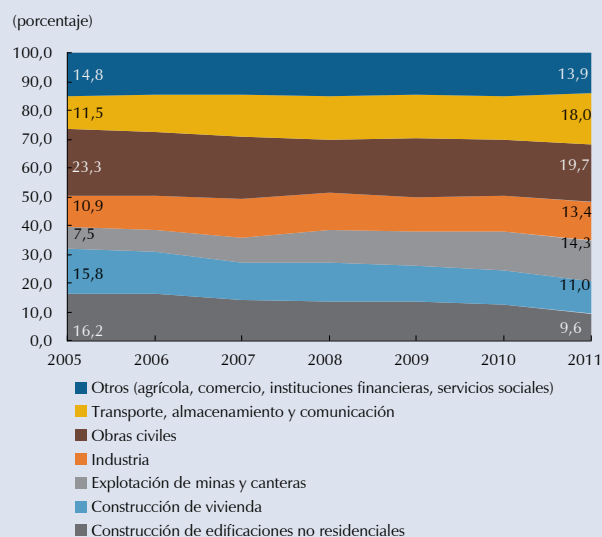
Los resultados agregados sugieren que los sectores que más participación han ganado a lo largo del último lustro son el de explotación de minas y canteras (incluye la construcción de oleoductos), el de transporte, almacenamiento y comunicaciones, y el de industria. En contraste, los que han perdido mayor participación dentro del uso de la FBCF son el de construcción no residencial, el de construcción de vivienda, y el de construcción de obras civiles (distintas de oleoductos), este último en menor medida. Otras ramas, como la de comercio, servicios sociales y personales, ser-

de importantes obras para la minería (como el oleoducto “Bicentenario”), y la eliminación de la póliza de chatarrización para la venta de vehículos de carga nuevos, el flujo de inversión hacia este rubro disminuyó considerablemente durante 2013.

vicios financieros y la agricultura suman una participación que se mantuvo relativamente estable durante el período de análisis (Gráfico R2.6).

Así, los sectores económicos que más han atraído inversión han sido la minería, el transporte y la industria. El sector que menor inversión ha recibido recientemente es el de construcción, en especial el de edificaciones no residenciales.

Gráfico R2.6
Participación de la inversión por rama de actividad económica en la FBCF real (base 2005)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Conclusiones

Las estimaciones aquí presentadas son útiles para analizar la estructura de la economía colombiana y la expansión de su capacidad instalada. Sobresale la participación del sector no financiero dentro de la demanda por FBCF. Por su parte, cabe resaltar la creciente importancia que han ganado los rubros de maquinaria y equipo, y de equipo de transporte a lo largo de la última década, lo que podría tener efectos positivos sobre la capacidad productiva de la economía hacia el mediano y largo plazos. Finalmente, es relevante enfatizar el hecho de que las ramas de minería, transporte y comunicaciones, e industria han ganado participación dentro de la inversión.

Sin embargo, esta caracterización de la inversión en Colombia es solo el primer paso. Existen aún preguntas importantes por responder, relacionadas sobre todo con la eficiencia de su uso y con su potencial productivo: ¿influye esta inversión en el nivel del PIB potencial?, y ¿qué tipo de inversión necesita el país para asegurar una senda estable de crecimiento económico? Estas y otras preguntas no solo son de relevancia para una mejor conducción de la política monetaria, sino para un mayor entendimiento de la economía colombiana hacia futuro.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación anual al consumidor se situó por debajo del rango meta de inflación (2%-4%) durante el cuarto trimestre, menos de lo esperado en informes anteriores.

No obstante, la inflación básica promedio se mantuvo estable en 2,5% y permaneció durante todo el año dentro del rango meta.

La baja inflación en 2013 obedeció, en parte, a choques de oferta que podrían ser transitorios, sobre todo en los componentes de alimentos y regulados.

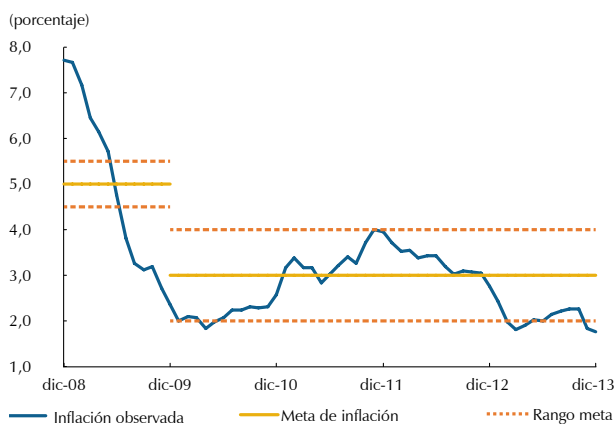
La depreciación acumulada del peso en 2013 se comenzó a transmitir a la inflación a partir del segundo semestre del año, principalmente a los transables.

En 2013, y por segundo año consecutivo, la inflación anual al consumidor se mantuvo en niveles bajos, alrededor de 2%. El resultado final para el año (1,94%) se situó ligeramente por debajo del rango meta establecido por la Junta Directiva del

Banco de la República (de 2% a 4%), siendo menor que lo proyectado en los *Informes sobre Inflación* anteriores y que lo anticipado por el mercado (Gráfico 25 y Cuadro 6). Después de una reducción en los primeros dos meses del año, la inflación al consumidor retomó una tendencia ascendente poco pronunciada, que se interrumpió de manera no anticipada en octubre, cuando la inflación cayó de nuevo por debajo del piso del rango meta.

Son varios los factores que mantuvieron la inflación cerca del 2% en 2013 y que hicieron que terminara por debajo del rango meta, la mayoría de ellos asociados con choques de oferta que tienden a tener un carácter transitorio.

Gráfico 25
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Cuadro 6
Indicadores de inflación al consumidor
(a diciembre de 2013)

Descripción	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Oct-13	Nov-13	Dic-13
Total	2,44	1,91	2,16	2,27	1,84	1,76	1,94
Sin alimentos	2,40	2,11	2,48	2,36	2,31	2,21	2,36
Transables	0,77	1,13	1,10	1,34	1,34	1,39	1,40
No transables	3,92	3,85	3,78	3,70	3,67	3,73	3,76
Regulados	1,91	0,20	1,98	1,24	1,07	0,45	1,05
Alimentos	2,52	1,41	1,34	2,05	0,66	0,62	0,86
Perecederos	(3,90)	(1,86)	2,44	5,94	(2,82)	(2,09)	(0,16)
Procesados	2,83	1,25	-0,11	0,18	0,05	(0,10)	(0,24)
Comidas fuera del hogar	4,90	3,22	3,51	3,74	3,32	3,08	3,26
Indicadores de inflación básica							
Sin alimentos	2,40	2,11	2,48	2,36	2,31	2,21	2,36
Núcleo 20	3,23	2,78	2,83	2,79	2,66	2,77	2,72
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,02	2,51	2,14	2,19	2,12	2,13	2,19
Inflación sin alimentos ni regulados	2,55	2,67	2,63	2,69	2,67	2,72	2,74
Promedio de todos los indicadores	2,80	2,52	2,52	2,51	2,44	2,46	2,50

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El primero de ellos, y que fue destacado en informes anteriores, corresponde a la reforma tributaria de 2012, la cual se empezó a implementar a comienzos de 2013. Dicha medida incluyó una reducción de los impuestos indirectos para materias primas y para varios bienes y servicios finales que hacen parte de la canasta del consumidor, como combustibles, vehículos, algunos alimentos y comidas fuera del hogar, entre lo más destacado. La reducción de impuestos impactó por una sola vez los niveles de precios, repercutiendo en la inflación anual durante doce meses. En el *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2012 se estimó que dicha reforma debía producir una desaceleración de la inflación anual cercana a los 26 puntos básicos (pb), efecto que debió permanecer hasta finales de año.

A la baja inflación del año pasado también contribuyeron las medidas tomadas por las administraciones locales, como la de Bogotá, de congelar los pasajes del transporte urbano, así como la de reducir las tarifas en algunos servicios públicos, en especial las de aseo. Estas decisiones, junto con caídas en el precio interno de los combustibles por menores impuestos indirectos, mantuvieron en niveles muy bajos la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) de regulados, como se explicará más adelante.

La inflación anual en 2013 (1,94%) terminó muy cerca del límite inferior del rango meta (2% a 4%).

El promedio de indicadores de inflación básica (2,5%) no mostró cambios de importancia durante el cuarto trimestre.

De igual manera, el buen clima, con un régimen adecuado de precipitaciones, además de la fase ascendente del ciclo de producción agropecuaria, hicieron posible que los precios de los alimentos producidos en el país, en conjunto, mostraran aumentos más moderados que en el pasado. A lo anterior se sumaron los descensos en los precios internacionales de los productos agropecuarios importados por el país —en especial cereales, aceites y oleaginosas—, los cuales compensaron la depreciación del peso y dieron estabilidad a los precios al consumidor. Cabe señalar, que el peso se debilitó de manera paulatina desde comienzos de año y que para el año completo la depreciación nominal promedio anual del peso frente al dólar ascendió a 4,0%, aproximadamente.

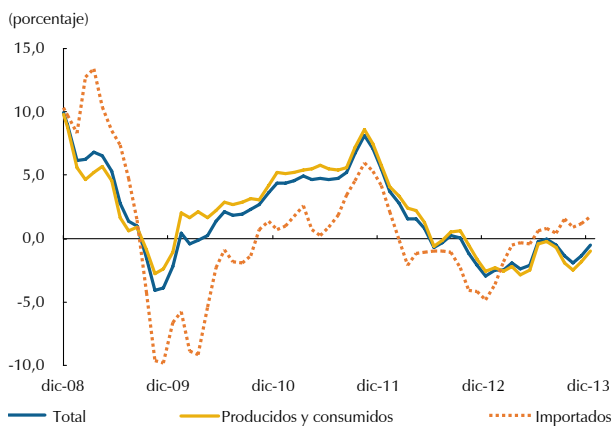
Por último, y a diferencia de lo que sucedió en años anteriores, un precio internacional del petróleo más estable y los descensos en los precios de otras materias primas habrían contribuido a frenar los aumentos de los costos de producción y transporte, compensando también las mayores presiones asociadas con la depreciación. Al

respecto, la variación anual del índice de precios del productor (IPP), una variable que aproxima los costos, se mantuvo en terreno negativo casi todo el año, finalizando 2013 en -0,49%, pese a la tendencia ascendente de los últimos dos meses (Gráfico 26). Este resultado fue posible por un crecimiento negativo de los precios del productor de productos agropecuarios (-4,60%) y mineros (-3,30%). La tendencia al alza de la inflación del productor en los dos últimos meses de 2013 se observó tanto en el componente local como en el importado del IPP, esto último relacionado con la mayor depreciación del peso.

Los choques transitorios de oferta que ejercieron presiones a la baja en la inflación al consumidor durante todo 2013 estuvieron acompañados de escasas presiones de demanda. Aunque la economía ganó en dinamismo con el transcurso del año, su crecimiento no superó el potencial (o no inflacionario), según diversas estimaciones del Banco. Debido a ello, la brecha del producto habría cerrado el año en terreno ligeramente negativo, como se muestra en el capítulo IV de este informe. Esto permitió que la variación anual del IPC de no transables descendiera un poco y que la transmisión de la depreciación a los precios al consumidor también fuera moderada.

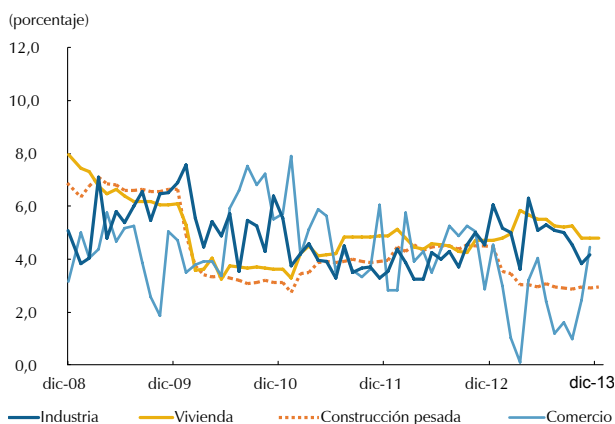
También, las presiones de costos salariales fueron escasas en buena parte del año pasado, incluido el último trimestre, a pesar de la reducción en la tasa de desempleo. En particular, los salarios nominales de sectores como comercio e industria se ajustaron a tasas anuales de alrededor del 4,0% o menos durante el año en promedio, pese a algunos repuntes en los últimos meses (Gráfico 27). A

Gráfico 26
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

Gráfico 27
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



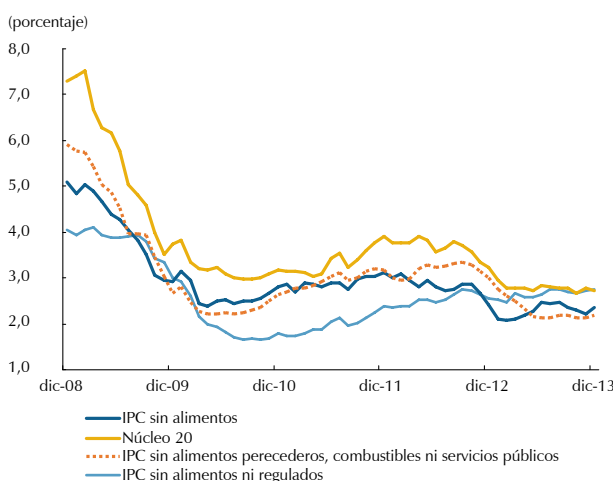
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

esto se sumó la reducción de los parafiscales del Instituto Colombiano de Bienestar Familiar y el Servicio Nacional de Aprendizaje (ICBF y SENA), que representan un 5,0% del salario y que debieron disminuir los costos de contratación laboral para las firmas.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

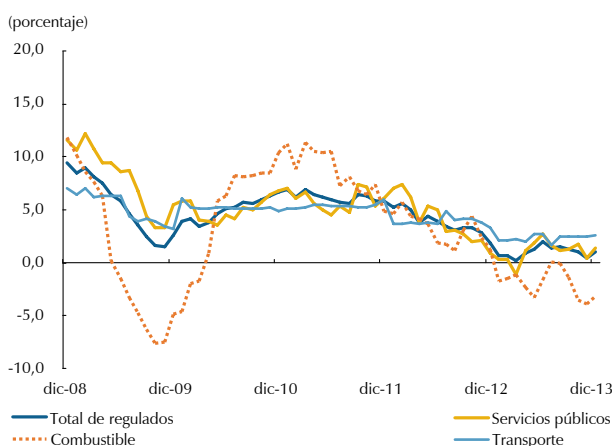
El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica, que son monitoreados periódicamente por el Banco de la República, permaneció estable en torno al 2,5% a lo largo del segundo semestre de 2013. Todos los indicadores de inflación básica se situaron por debajo del 3,0%, dentro del rango meta. El IPC sin alimentos ni regulados (2,7%) fue el de mayor nivel, junto con el núcleo 20 (2,7%). Por su parte, el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos (2,2%) cerró el año exhibiendo el menor ajuste. Durante el cuarto trimestre los cambios fueron moderados en los diversos indicadores, con el IPC sin alimentos terminando en 2,4% en diciembre (Gráfico 28).

Gráfico 28
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 29
IPC de regulados y sus componentes (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El hecho de que la inflación básica se haya situado desde hace varios trimestres por encima de la inflación total, apoya la idea de que los bajos niveles de esta última en 2013 son, en parte, el resultado de choques de oferta, que en alguna medida son transitorios, y no obedece tanto a la existencia de excesos de capacidad productiva. Por otro lado, los mismos indicadores de inflación básica fueron afectados por algunos choques de oferta, como es el caso de la reducción de los impuestos indirectos, mediante rubros como el de comidas fuera del hogar. Esto explica el descenso de estas medidas de inflación básica en el primer trimestre de 2013 desde niveles de 3,0%, el cual podría revertirse en 2014.

Dentro del IPC sin alimentos, los regulados fueron el único componente que retrocedió desde 1,9% en diciembre de 2012 a 1,2% en septiembre, para finalizar el año 2013 en 1,1% (Gráfico 29). Ello fue posible por los menores ajustes en el subgrupo de combustibles, cuya variación anual cerró el año en terreno negativo (-3,2%). Los precios internos de los combustibles se vieron favorecidos por la relativa estabilidad en el precio internacional del petróleo durante 2013, lo que compensó las presiones alcistas por la depreciación del peso. De igual manera, la variación anual del IPC de

La baja inflación anual y la estabilidad de la inflación básica durante el cuarto trimestre, reflejan ajustes moderados en los costos de producción en general y bajas presiones de demanda.

transporte se contrajo desde 3,3% en diciembre de 2012 a 2,6% en diciembre de 2013, dinámica apuntalada por la relativa estabilidad en los precios de los combustibles y por decisiones de algunas autoridades municipales de no ajustar las tarifas del transporte, como en el caso de Bogotá.

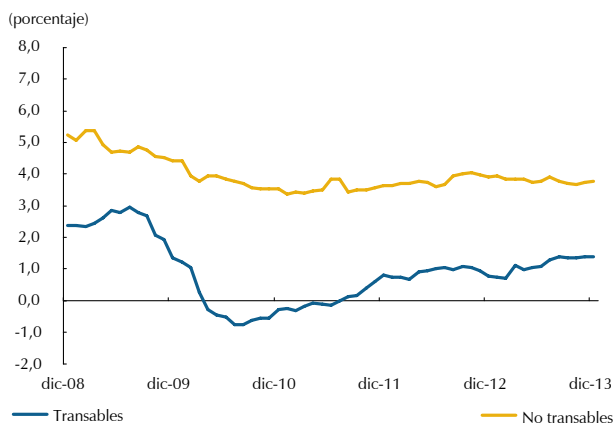
Los cambios anuales en el IPC de servicios públicos a lo largo del año mostraron gran volatilidad con cierta tendencia alcista, al pasar de 1,0% en diciembre de 2012 a 2,8% en junio y a 1,4% en diciembre de 2013. La gran volatilidad en el IPC de energía, como se ilustró en el anterior *Informe sobre Inflación*, es atribuible al ruido que le viene imprimiendo a las tarifas el cargo por distribución, que ha sido en particular oscilante en la zona occidental del país, en especial en Cali⁷.

Dentro de los servicios públicos, el crecimiento anual de las tarifas de acueducto, alcantarillado y aseo cedieron notablemente a lo largo del año, pasando de 3,2% en diciembre a terreno negativo en septiembre (-0,6%), mes a partir del cual se mantuvieron relativamente estables. Es importante resaltar que la desaceleración de la variación anual de las tarifas de aseo se presentó en especial durante el segundo semestre de 2013, producto del anuncio de la Alcaldía de Bogotá de reducir las tarifas de aseo en al menos un 11,0%⁸.

El gas, por su parte, fue el servicio público que más aumentó dentro de la canasta de regulados. El ajuste anual del IPC de gas, que presentaba variaciones anuales negativas a lo largo del primer semestre de 2013, experimentó alzas de importancia en la segunda mitad del año y terminó en diciembre en 3,7%. El repunte del dólar en el primer semestre y el aumento de los precios internacionales del *fuel oil*, observado en el segundo semestre del año, son circunstancias que explican estas alzas.

Los otros dos segmentos del IPC sin alimentos, los no transables y los transables registraron pocos cambios a lo largo del año, con algunas presiones al alza durante el segundo semestre de 2013, sobre todo en el tercer trimestre, concentrada en el segundo de estos grupos. En efecto, en diciembre de 2012 los transables sin alimentos ni regulados registraban una variación anual de 0,8% frente al 1,3% de septiembre y el 1,4% de diciembre de 2013 (Gráfico 30). Muy probablemente este comportamiento corresponde a la depreciación acumulada del peso, la cual se aceleró en el primer semestre y también a finales del año.

Gráfico 30
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

7 Véase el Recuadro 3 del *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2013: ¿Por qué la volatilidad en el IPC de energía eléctrica?

8 Véase al respecto: http://www.eltiempo.com/colombia/bogota/reduccion-en-la-tarifa-del-servicio-de-aseo_13110113-4.

Los transables presionaron al alza los precios al consumidor por la devaluación del peso con respecto al dólar, en especial durante el primer semestre y finales del año 2013.

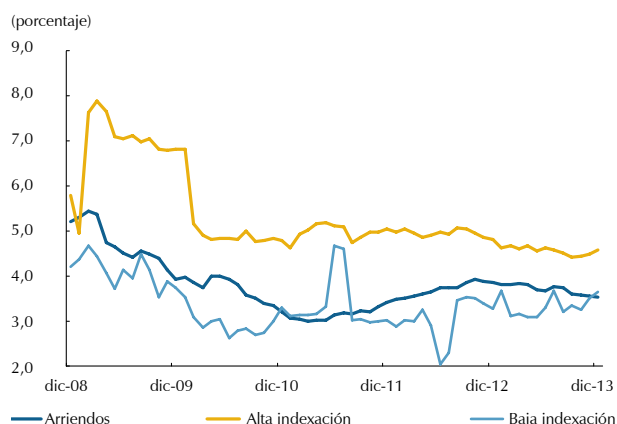
El aumento de los transables no tomó por sorpresa al mercado, el cual esperaba que los ajustes en el tipo de cambio comenzaran a trasladarse hacia los precios al consumidor en Colombia, con algún rezago. De igual forma, la tendencia alcista se correspondía con los pronósticos presentados en *Informes sobre Inflación* anteriores, aunque el resultado de fin de año estuvo un poco por debajo de lo previsto.

Por su parte, el componente no transables del IPC sin alimentos ni regulados (3,8%) terminó el año registrando un nivel de tan solo 6 pb por encima de lo observado en septiembre de 2013, aunque claramente por debajo de un año atrás (3,9%) (Gráfico 30). El descenso registrado en el año se concentró en el primer trimestre, y si bien es moderado, sugiere la presencia de escasas presiones de demanda sobre los precios, corroborando las mediciones de brecha del producto, cercanas a 0%.

En los no transables se destaca la caída de arriendos desde 3,9% en diciembre de 2012 a 3,6% un año después, aunque con un leve repunte de 6 pb en el último

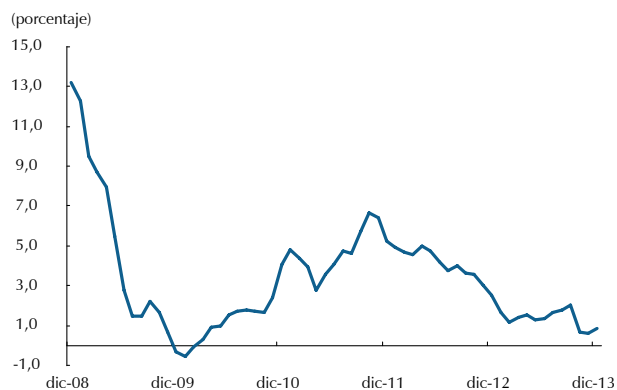
trimestre del año. Igual comportamiento se presentó en el grupo de alta indexación, cuyo crecimiento anual tendió a ceder durante los primeros nueve meses, pasando de 4,8% en diciembre de 2012 a 4,4% en septiembre pasado, mostrando algún pequeño repunte durante el último trimestre, a 4,6%. Por su parte, la variación anual del IPC de baja indexación no mostró cambios de importancia en los tres primeros trimestres, pero se aceleró en el cuarto (de 3,3% a 3,6%), aunque parte de esta alza puede revertirse a comienzos de 2014 (Gráfico 31).

Gráfico 31
IPC de no transables
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 32
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

La variación anual del IPC de alimentos presentó una aceleración de alguna consideración en el tercer trimestre, cuando el paro nacional agrario y el de transportes generó alzas en los precios de los alimentos, sobre todo a finales de agosto y comienzos de septiembre (Gráfico 32). Sin embargo, una vez se normalizó la oferta en las centrales de abasto, en especial del centro y sur del país, la inflación anual de alimentos se redujo más de lo anticipado en octubre y noviembre, cerrando el año con una ligera alza de 0,9%. Este ha sido uno de los registros más bajos de los últimos cincuenta años para esta variable, junto con el de diciembre de 2009 (-0,3%).

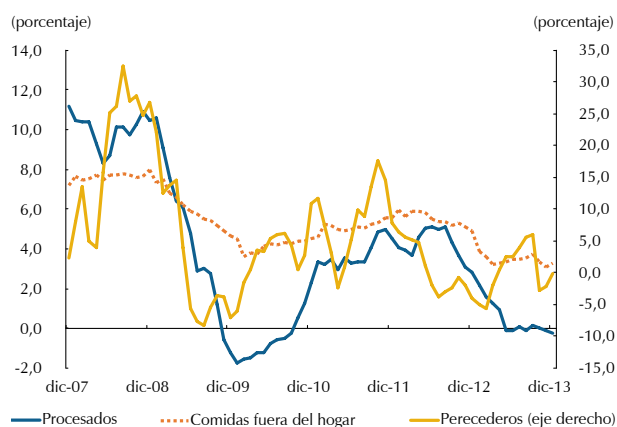
A lo largo del cuarto trimestre del año pasado todos los grandes grupos de alimentos experimentaron caídas,

El bajo ajuste en el IPC de alimentos es producto del clima favorable, buena producción, precios internacionales a la baja y caída de los impuestos indirectos para las comidas fuera del hogar (restaurantes) y para algunos alimentos procesados.

siendo particularmente fuerte la contracción en la variación anual del IPC de alimentos perecederos (de 5,9% en septiembre a -0,2% en diciembre). El buen clima y un régimen de lluvias adecuado durante 2013 permitieron mejores cosechas, lo cual coincidió con una fase ascendente en la oferta de alimentos. Cabe señalar que el sector agropecuario se habría visto beneficiado por la reducción del impuesto al valor agregado (IVA) para maquinaria e insumos agrícolas, contemplada en la más reciente reforma tributaria de finales de 2012, lo cual debe haber permitido una reducción de costos desde mediados de 2013.

Con respecto a los alimentos procesados, a lo largo del año se observó un declive en el ritmo de ajuste anual de sus precios (de 2,8% en diciembre de 2012 a 0,2% en septiembre y -0,2% en diciembre de 2013). En parte, estos menores ajustes pueden obedecer a la reducción del IVA para algunos productos como azúcar, chocolate, pastas y algunas carnes procesadas, gracias a la reforma tributaria mencionada, pero también estarían influenciados por las disminuciones en los precios internacionales de cereales y oleaginosas a mediados de año, los cuales amortiguaron la mayor depreciación del peso.

Gráfico 33
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Finalmente, la variación anual de las comidas fuera del hogar volvió a disminuir en el cuarto trimestre, luego de los descensos registrados en el primer trimestre, y que pueden ser atribuidos, en parte, a la reforma tributaria (Gráfico 33). Este rubro también se benefició de la reducción de los impuestos indirectos, al eliminarse el IVA de 16% para el servicio de restaurante y, en su lugar, crearse un impuesto al consumo de 8,0%⁹. No obstante, otros factores que pueden explicar el menor ritmo de ajuste en este segmento son unas escasas presiones de demanda, unos costos (sobre todo salariales y de servicios públicos) que tendieron a aumentar menos que en años y trimestres anteriores y unos niveles de indexación y expectativas en declive, a raíz de los bajos datos de inflación de los últimos dos años.

9 Véase el recuadro número 4 del Informe sobre Inflación de diciembre de 2012: “Cambios al IVA dentro de la nueva Reforma Tributaria”.

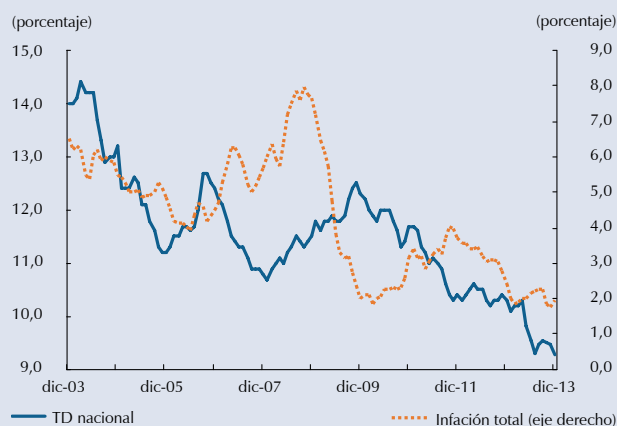
Recuadro 3

LA APARENTE PARADOJA DE DESCENSOS SIMULTÁNEOS DE INFLACIÓN Y DESEMPLEO: UNA EXPLICACIÓN A PARTIR DE CHOQUES DE OFERTA

Juan Sebastián Amador Torres*

El reciente descenso de las tasas de desempleo e inflación genera interrogantes con respecto a la relación entre estas dos variables en Colombia. El comportamiento de ambas puede ser modelado por una curva de Phillips (CP), que plantea la existencia de una relación negativa entre la inflación y la tasa de desempleo (TD). Ante una menor TD, la sabiduría convencional sugiere que se deberían observar mayores ajustes en los precios; sin embargo, desde finales de 2011 se ha observado una inflación al consumidor y una TD decrecientes, en contravía de lo formulado por la CP (Gráfico R3.1). El presente documento expone algunas consideraciones con respecto a esta aparente paradoja.

Gráfico R3.1
Tasa de inflación total y tasa de desempleo nacional (TD)
(variación anual, trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE.

La curva de Phillips aumentada

En primer lugar, debe considerarse que, de acuerdo con la de la CP propuesta por Gordon, (1977 y 1982a), el desempleo no es el único determinante de la inflación. En este contexto, la inflación corriente depende de: i) la inflación esperada, ii) el desempleo cíclico y iii) de los choques de oferta que afectan a la economía.

* El autor es profesional del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Dentro de este marco, el componente de expectativas refleja la inercia que pueda existir debido a la fijación de precios y contratos de acuerdo con la inflación esperada. Así mismo, el desempleo cíclico, entendido como las desviaciones de la TD de su nivel estructural, puede presionar la inflación al alza o la baja. En particular cuando la demanda agregada aumenta, las firmas demandan más empleo, lo cual reduce el desempleo y genera mayores incrementos salariales que, a su vez, acrecientan la inflación.

Finalmente, está el efecto de los choques de oferta que la economía experimenta en un momento dado. El ejemplo canónico de un choque de oferta adverso es el incremento de la inflación provocado por el alza de los precios internacionales del petróleo de 1973-1975. De hecho, la versión de la CP propuesta por Gordon, (1977 y 1982a) fue desarrollada para explicar ese episodio, cuando los precios estuvieron positivamente correlacionados con la tasa de desempleo, contrario a lo postulado por la versión más simple de la CP (Blinder, 1979 y 1982).

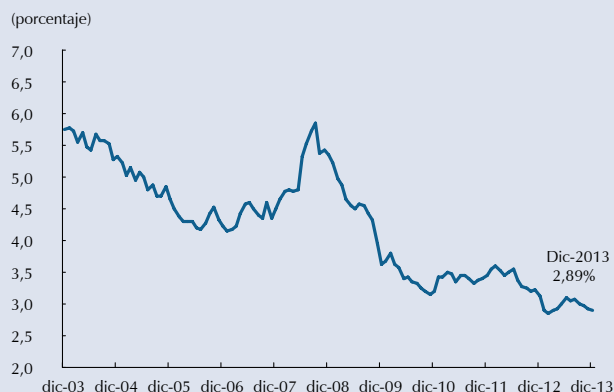
Determinantes del comportamiento reciente de la inflación

Utilizando este concepto teórico podemos reconciliar el descenso simultáneo de la tasa de desempleo y la inflación analizando el comportamiento de cada uno de los tres factores que la determinan, de acuerdo con la CP.

Es posible afirmar que las expectativas no son la fuente de la reducción de la inflación, ya que las mediciones que se obtienen a partir de la encuesta del Banco de la República a entidades del sistema financiero están ancladas alrededor del punto medio del rango meta. Con información a diciembre de 2013 los bancos y comisionistas de bolsa esperan que al final de 2014 la variación anual de este indicador sea 2,89% (Gráfico R3.2).

Por su parte, la dinámica reciente del mercado laboral tampoco parece explicar el comportamiento de la inflación. De acuerdo con la CP, para que el empleo explicara la disminución de la tasa de ajuste de los precios, se deberían observar reducciones importantes de la demanda laboral y los salarios. Ninguno de estos fenómenos han ocurrido; la demanda laboral medida por el número de ocupados ha crecido en los últimos dos años a tasas anuales cercanas a su promedio histórico (véase sombreado p. 37, Gráfico B, paneles 1 y 2) y los ajustes salariales no han mostrado cambios importantes en los últimos cinco años (véase Gráfico 27, capítulo 3).

Gráfico R3.2
Expectativas de inflación a 12 meses: bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con lo anterior, las estimaciones efectuadas por el Banco de la República del nivel estructural no inflacionario de la TD (Nairu, por su sigla en inglés), indican que esta ha venido cayendo junto con la TD observada. Como ambas han disminuido en la misma magnitud, la desviación se ha mantenido, por lo que su efecto sobre la inflación no ha mostrado cambios importantes.

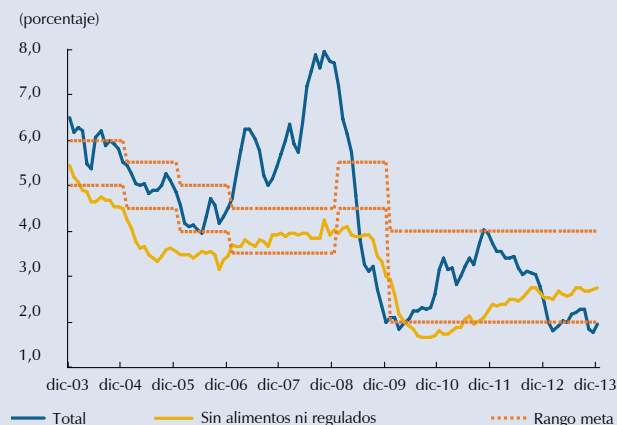
Sin embargo, deben tenerse en cuenta los posibles efectos a futuro de la reducción establecida por la reforma tributaria a las contribuciones parafiscales y de salud a cargo del empleador, que pueden implicar una contracción importante del costo de la mano de obra. Esto explicaría las escasas presiones de costos de mano de obra en 2013; situación que podría volverse a presentar en 2014.

En consecuencia, la evolución de los factores relacionados con choques de oferta parece ser el principal factor detrás de los menores ajustes de precios. Evidencia en favor de esta hipótesis es el hecho de que, al excluir las canastas de alimentos y regulados, la inflación es mucho más cercana al punto central del rango meta (Gráfico R3.3, panel A). Estas dos canastas, que comprenden el 38% del IPC, se han estado ajustando a tasas menores debido a un incremento de la oferta de alimentos (*vis à vis* la demanda) y a las reducciones del precio de los combustibles, el transporte y los servicios públicos (Gráfico 3, panel B). Adicionalmente, estimaciones del Banco de la República sugieren que los cambios en el IVA contemplados en la reforma tributaria (Ley 1607 de 2012) también presionaron la inflación a la baja (véase Recuadro 4 del *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2012).

Debe tenerse en cuenta que estos factores de oferta parecen ser de carácter transitorio, puesto que tanto los alimentos como los regulados han incrementado su tasa de ajuste en

Gráfico R3.3

A. Inflación total, sin alimentos ni regulados y rango meta de inflación



B. Inflación de alimentos y regulados



Fuente: Banco de la República.

los últimos meses y el efecto del cambio del IVA sobre los precios es solo de una vez.

En este orden de ideas, el que la autoridad monetaria responda a un choque de oferta transitorio implica un costo de bienestar permanente en forma de un mayor nivel de precios (Phelps, 1978; Gordon, 1984). Si se respondiera a un choque transitorio favorable, en el corto plazo se podría obtener temporalmente un menor desempleo a la misma tasa de inflación. Sin embargo, al diluirse el choque se obtendría una tasa de inflación aún mayor que la inicial, anulando el efecto positivo sobre el empleo. Por tanto, al ser la función de la política monetaria propender por la estabilidad de precios en el largo plazo y así facilitar una senda de crecimiento sostenible, lo óptimo es que no responda ante este tipo de choques, siempre y cuando estos no afecten las expectativas de los agentes, como parece ser el caso en el episodio actual.

Referencias

- Amador, J.; Pirajan J. (2012). "Posibles efectos de la reforma tributaria sobre el mercado laboral", Recuadro 3, *Informe sobre Inflación*, Banco de la República, diciembre.
- Blinder, A. (1979). *Economic Policy and the Great Stagflation*, New York: Academic Press.
- Blinder, A. (1982). "The Anatomy of Double-digit Inflation in the 1970s", en Robert E. Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, Chicago: University of Chicago Press for NBER, pp. 261-282.
- Caicedo, E. (2012). "Cambios al IVA dentro de la nueva reforma tributaria", Recuadro 4, *Informe sobre Inflación*, Banco de la República, diciembre.
- Gordon, R. (1977). "Can the Inflation of the 1970s Be Explained?", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1, pp. 253-277.
- Gordon, R. (1982a) "Inflation, Flexible Exchange Rates, and the Natural Rate of Unemployment", en Martin N. Baily (ed.), *Workers, Jobs, and Inflation*, Washington: Brookings, pp. 88-152.
- Gordon, R. (1982b) "Price Inertia and Policy Ineffectiveness in the United States, 1890-1980", *Journal of Political Economy*, núm. 90, pp. 1087-1110, diciembre.
- Gordon, R. (1984). "Supply Shocks and Monetary Policy Revisited", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 74, núm. 2, pp. 38-43.
- Gordon, R. (2013). "The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the Nairu During the Slow Recovery", NBER Working Paper, núm. 19390, National Bureau of Economics Research.
- Julio, J. (2001). "How Uncertain are Nairu Estimates in Colombia?", *Borradores de Economía*, núm. 184, Banco de la República.
- Phelps, E. S. (1978). "Commodity-supply Shock and Full Employment Monetary Policy", *Journal of Money, Credit, and Banking*, núm. 10, pp. 206-221.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

La economía colombiana crecería en 2014 a una tasa un poco mayor que la que se habría observado en 2013.

El crecimiento estaría favorecido por una mayor expansión de los socios comerciales, unos términos de intercambio relativamente altos, mejores condiciones laborales y unas políticas monetaria y fiscal expansivas.

Los pronósticos de inflación para finales de 2014 y para 2015 aumentaron frente a lo previsto en el informe anterior, en parte, por mayores presiones provenientes del tipo de cambio.

Aun así, la probabilidad de que en 2014 la inflación se ubique en un rango entre 2,0% y 4,0% sigue siendo alta.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

El ejercicio de pronóstico de crecimiento del PIB que se presenta en este informe sugiere que en 2014 la actividad económica se expandiría a una tasa anual muy cerca de la que se habría observado en todo 2013. El escenario más probable apunta hacia una cifra algo por encima de 4,0% y cercana a su promedio desde 2001 (4,3%).

El mejor desempeño del entorno internacional es uno de los factores que sostendrían el buen comportamiento de la actividad real en Colombia. Tal y como se presentó en los escenarios de balanza de pagos del capítulo I, las perspectivas sobre la dinámica de la demanda mundial son más alentadoras que las expuestas en el anterior *Informe sobre Inflación*. El crecimiento de nuestros socios comerciales sería más dinámico, lo que favorecería la expansión de las exportaciones no tradicionales. Las mayores perspectivas para las economías avanzadas impulsarían la dinámica de los ingresos por conceptos de transferencia de remesas, las cuales serían algo más de 5,0% más altas que las de 2013.

La economía colombiana crecería algo por encima de 4,0%, cercana a su promedio desde 2001 (4,3%).

Aunque se espera que los precios internacionales de bienes básicos sean menores en 2014, los términos de intercambio seguirían siendo elevados.

A pesar de lo anterior, en 2014 se esperan menores precios internacionales de los bienes básicos de exportación frente a lo registrado para todo 2013, aunque mayores que los pronosticados un trimestre atrás. Así las cosas, los términos de intercambio seguirían siendo elevados, aunque ligeramente por debajo de lo observado en promedio para el año anterior, lo que a su vez se vería reflejado en el ingreso nacional y limitaría las posibilidades de una aceleración de los gastos público y privado. Adicionalmente, se proyecta una IED similar a la de 2013, cifra favorable para la expansión de la economía colombiana.

En el ámbito interno, la postura expansiva de la política monetaria, que empezó en el segundo semestre de 2012 y se ha mantenido desde el primer trimestre de 2013, seguiría teniendo efectos positivos sobre la actividad real, al continuar brindando liquidez a los mercados y facilidades de fondeo para consumo e inversión. Además, se espera que la variación del nivel de precios siga siendo baja en 2014, aunque dentro del rango meta de inflación propuesto por el Banco de la República. Esto último influiría de manera positiva en el poder adquisitivo del ingreso de los hogares, lo que supone una buena dinámica para el consumo privado de bienes no durables y semidurables (aunque relativamente estable con respecto a 2013).

Por su parte, el mercado laboral seguiría mostrando un dinamismo importante, sobre todo en lo relacionado con la recomposición del empleo hacia el asalariado. Normalmente este último se asocia con mejores condiciones laborales y mayores ingresos por concepto de remuneración al trabajo, lo que beneficiaría el comportamiento del consumo de los hogares a lo largo del año. Por su parte, el componente de expectativas a mediano y largo plazos del índice de confianza del consumidor, publicado por Fedesarrollo, se mantiene en niveles favorables, no distintos de los observados en los últimos dos años y por encima de su promedio histórico desde 2001.

Con respecto al consumo final del Gobierno, se prevé una dinámica menor que la registrada durante 2013, pero que seguiría siendo relativamente alta. Al juzgar por las proyecciones del déficit del sector público consolidado (SPC) publicadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP)¹⁰, se espera que el gasto público continúe contribuyendo de manera importante a la expansión de la economía. Sin embargo, existe incertidumbre asociada con el comportamiento de algunos factores que podrían influir en las proyecciones para este rubro: por un lado, durante la primera mitad del año la contratación directa del Estado se vería interrumpida por la aplicación de la Ley de Garantías, por lo que representaría una presión a la baja sobre el dinamismo de este rubro. Adicionalmente, la meta de recaudo tributario presentada para 2013 no se habría cumplido a cabalidad, por lo que, para no deteriorar el déficit fiscal de la nación, en 2014 el gasto no se expandiría a tasas más altas que las observadas durante el año pasado. Sin embargo, cabe resaltar que el gobierno nacional adquirió compromisos financieros con diferentes estamentos

El consumo del Gobierno continuaría mostrando una dinámica favorable en 2014, pero su ritmo de crecimiento sería menor.

¹⁰ Según proyecciones del *Plan Financiero* de 2014 (MHCP, 6 de febrero de 2014), el balance fiscal proyectado del SPC en 2013 sería de -1,4% del PIB, mientras que para 2014 sería de -1,3%.

El crecimiento del consumo agregado se daría a tasas cercanas a su promedio de la última década (4,0%).

productivos (cafeteros, paperos, entre otros) que podrían ejercer presiones al alza sobre el consumo final de este sector institucional.

Dado lo anterior, el crecimiento del consumo agregado se daría a tasas cercanas a su promedio de la última década (4,0%). Al descomponer por rubros, se proyecta un gasto de las familias que mostraría una dinámica ligeramente mayor que la presentada en 2013, estimulada en especial por el consumo de bienes durables y semidurables.

Por el lado de la inversión, se supone una expansión de las obras civiles a un ritmo menor que el que se habría registrado para todo el año pasado, pero que de todas maneras seguiría siendo importante. Ello siempre y cuando el ritmo de ejecución nacional y territorial que se observó en 2013 se mantenga a lo largo del año. Además, se espera que algunos proyectos de infraestructura vial, asociados con lo que se conoce como las concesiones de cuarta generación, se empiecen a construir este año. De igual manera, la entrada de la tecnología 4G hacia mediados de 2014 supone una cantidad importante de recursos destinados a la inversión adicional de obras civiles en el sector de las telecomunicaciones. A pesar de lo anterior, existe alta incertidumbre sobre la dinámica de este rubro, asociada en especial con los costos de financiamiento de estas obras: se espera que se mantengan bajos, incluso con un panorama internacional como el implícito en las proyecciones de este informe.

Junto con lo anterior, la inversión destinada hacia los demás rubros que componen la formación bruta de capital fijo (FBCF) crecería a un buen ritmo durante todo 2014. En particular, se espera que una mejoría en el desempeño de la industria — de la cual se hablará enseguida— incentive la inversión en maquinaria y equipo y promueva su expansión a tasas aceptables. Por otro lado, el renglón de equipo de transporte dejaría de caer, luego de la contracción registrada para 2013, entre otros factores, por los anuncios de los planes de inversión de grandes empresas del sector de transporte aéreo. Por último, la entrada en vigencia de los distintos tratados de libre comercio (TLC) acordados por el Gobierno colombiano con algunos países podría favorecer las importaciones de bienes de capital y la llegada de nuevas firmas productoras al país, impulsando así la acumulación de inversión en Colombia.

Se espera que el comportamiento del comercio exterior mejore en 2014 acorde con una demanda interna que mantendría su dinámica y una demanda externa mejor que lo previsto para 2013.

Con este panorama, se proyectan crecimientos de los rubros de comercio exterior acordes con una demanda interna que mantendría su dinámica y con una demanda externa que podría ser mejor que lo esperado en el pasado. Por un lado, las importaciones se expandirían a tasas mayores que las registradas durante 2013, esto por cuenta de un buen consumo privado y una recuperación de la demanda de bienes durables. El comportamiento de la inversión también contribuiría a la compra de bienes de capital para la industria y a la de equipo de transporte, mientras que la recuperación de la industria dinamizaría las importaciones de materias primas. Por otro, las exportaciones también registrarían una mayor tasa de expansión que la del año pasado, por cuenta de un mejor desempeño de la demanda externa. La producción de café, petróleo y carbón seguiría contribuyendo de manera positiva, a pesar de las proyecciones de menores cantidades producidas.

En cuanto al PIB por ramas de actividad, se espera que los sectores de mayor dinamismo en 2014 sean la construcción y los servicios financieros, con ritmos de crecimiento superiores al de la economía en su conjunto.

En cuanto al PIB por ramas de actividad, se espera que los sectores de mayor dinamismo en 2014 sean la construcción y los servicios financieros, con ritmos de crecimiento superiores al de la economía en su conjunto. Para otros sectores, como el comercio, la agricultura y los servicios sociales, se proyectan tasas de expansión que continuarían siendo importantes para el desempeño económico agregado. Por último, para la minería se espera una tasa similar a la registrada en 2013 y, por tanto, continuaría estando un poco por debajo del crecimiento de la economía en su conjunto.

En lo que respecta a la construcción, como se mencionó, se espera que la continuación del programa de viviendas de interés prioritario, el subsidio en la tasa de interés para créditos hipotecarios y las obras de infraestructura vial y de telecomunicaciones impulsen de nuevo el crecimiento económico durante 2014; aunque la tasa de expansión sería menor que la esperada para 2013. Los servicios financieros presentarían un comportamiento favorable, y dada su participación (alrededor de 19%), contribuirían de manera importante al PIB en 2014, gracias a una buena dinámica del crédito, que debe mantenerse en niveles superiores a su promedio histórico.

En el caso de la agricultura, se proyecta un buen crecimiento en 2014, liderado por el café, cuya producción alcanzaría los 11,3 millones de sacos de 60 kilos, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros. Esto implica un incremento de 3,6% con respecto al año anterior¹¹. El buen comportamiento del clima, junto con nuevas plantaciones, permitirían continuar mostrando a este sector tasas importantes. Debe mencionarse que se han renovado más de 460.000 hectáreas de cultivo en los últimos cinco años, lo que se traduciría en un aumento de la productividad promedio de las plantaciones.

La industria, que había presentado un comportamiento negativo durante los últimos dos años, comenzaría a reportar crecimientos positivos, debido, en parte, a la baja base de comparación frente a 2013. No obstante, esta rama mostraría una expansión moderada, ya que, a pesar del esfuerzo de los industriales por diversificar sus destinos de exportación y renovar su capacidad instalada (buscando mejoras en la productividad), algunas industrias seguirían enfrentando una dura competencia de las importaciones, de acuerdo con la más reciente encuesta de la ANDI.

Cabe señalar que la actividad industrial puede mostrar una alta irregularidad en 2014, debido al efecto de los días hábiles, en particular por la presencia de Semana Santa, de nuevo, en abril. De esta manera, el primer trimestre de 2014 exhibiría una mejoría significativa, mientras que el período abril-junio tendría el efecto contrario. Hacia el segundo semestre se espera que las mejores condiciones externas e internas permitan un aumento adicional de la producción sectorial.

Por último, para la minería se contempla una recuperación, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron la cadena de producción

La industria, que había presentado un comportamiento negativo durante los últimos dos años, comenzaría a reportar crecimientos positivos, debido, en parte, a la baja base de comparación frente a 2013.

11 La producción de café durante 2013 fue de 10,9 millones de sacos de 60 kilos.

Para la minería se contempla una recuperación, aunque su tasa de crecimiento no alcanzará los elevados niveles reportados en los años anteriores.

del petróleo y el carbón. Sin embargo, su tasa de crecimiento no alcanzará los elevados niveles reportados en los años anteriores (por encima del 10%) y, de hecho, se situaría por debajo de la economía en su conjunto. En el caso del petróleo, de acuerdo con la Asociación Colombiana de Petróleo (ACP), se estima que su producción se ubicaría en un millón treinta mil barriles diarios, con lo cual se registraría una expansión de 2,4% frente a 2013.

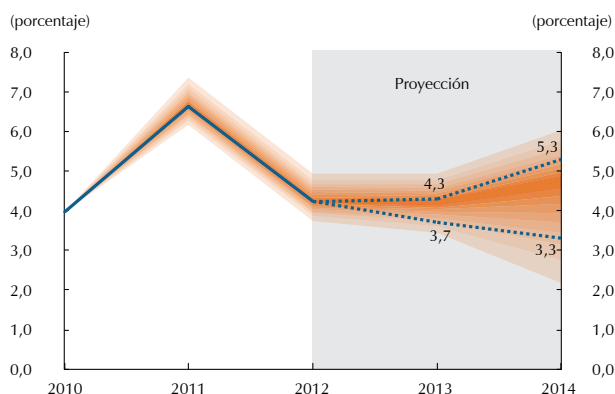
En el caso del carbón, el segundo producto colombiano de exportación, se estima que en 2014 alcanzaría un crecimiento alrededor del 5%. Esta expansión supone que su producción se ubicaría un poco por debajo de la meta para 2013, ya que una de las empresas más importantes del sector (la Drummond) ha señalado que durante el primer trimestre de 2014 tendría problemas con el transporte del carbón al puerto, por lo que presentaría una parálisis en los primeros tres meses del año.

Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del producto en el escenario más probable se ubica alrededor de 4,3% para 2014, con un rango de pronóstico entre 3,3% y 5,3%, el cual es superior al presentado en el informe trimestral de inflación anterior (se ubicaba entre 3,0% y 5,0%). No obstante, la amplitud del presente rango continúa siendo elevada, ya que existe una alta incertidumbre tanto interna como externa: i) sobre el comportamiento de las obras civiles y la construcción de edificaciones, y ii) por los efectos Colombia y sus socios comerciales sobre que pueda tener la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos. El piso y el techo del intervalo de pronóstico están asociados con el escenario bajo y alto del contexto internacional, presentado en el capítulo I.

En cuanto al balance de riesgos, el cual se muestra en los *fan chart* de crecimiento (gráficos 34 y 35), este sugiere una mayor importancia de los riesgos a la baja, lo que apunta a una probabilidad no despreciable de que la expansión del PIB en 2014 se ubique por debajo de la senda central. El principal riesgo continúa siendo un crecimiento mundial menor que el esperado en el escenario central. Por el contrario, los riesgos alcistas están relacionados con reducciones de costos de materias primas importadas y un mejor desempeño del gasto destinado a las obras civiles, a la construcción de edificaciones y al consumo público.

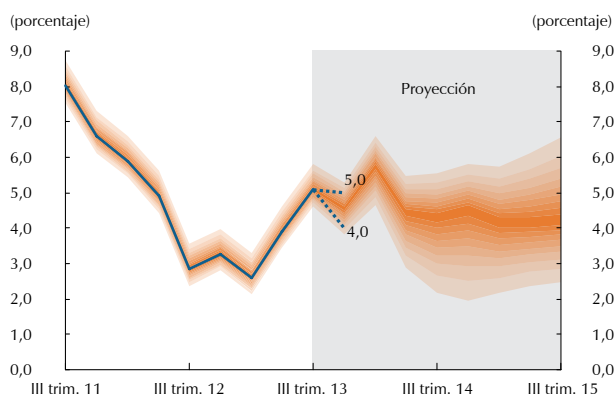
Las estimaciones más recientes de la brecha del producto (Gráfico 36) para el escenario central sugieren que esta variable se habría mantenido cerca de cero durante 2013, en promedio, y que se situaría ligeramente por debajo de este nivel en 2014. Para este

Gráfico 34
Fan Chart del crecimiento anual del PIB



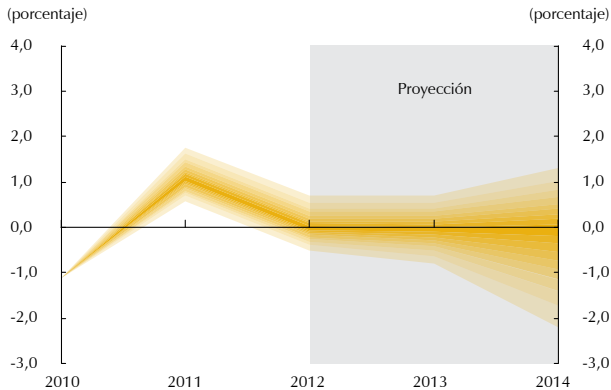
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 35
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 36
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

último año los modelos muestran un número un poco menor que el obtenido en el informe de septiembre, lo que es afín con la senda de crecimiento proyectada para 2014.

Como siempre, la incertidumbre asociada con estas estimaciones es importante. Así, de acuerdo con el balance de riesgo que se muestra en el Gráfico 36, en 2013 la brecha se habría ubicado entre -0,8% y 0,7%, con una probabilidad alta. Este balance tiene un menor sesgo a la baja que el presentado antes. Para 2014 los modelos indican que la incertidumbre sigue siendo muy alta y que el intervalo de pronóstico continúa siendo amplio y con un sesgo a la baja (entre -2,2% y 1,3%).

Por su parte, los modelos del Banco de la República sugieren que en 2013 la tasa de desempleo estuvo muy cerca de su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés). Para 2014 la brecha del mercado laboral continuaría cerrada, lo cual sugiere que las presiones inflacionarias originadas en el mercado laboral seguirían siendo bajas; en especial si se tiene en cuenta que continuarán las rebajas en los costos laborales en este año, debido a la eliminación de la contribución en salud a cargo del empleador, contemplada en la reciente reforma tributaria.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

Para este informe, la inflación proyectada a un horizonte de cuatro o más trimestres tiende a converger más rápidamente a la meta del 3%, frente a lo presentado en el informe de septiembre. Esto, que se evidencia en los dos modelos utilizados por el Banco (el MMT y el Patacon), sucede a pesar de que los resultados de diciembre estuvieron por debajo de lo previsto.

Dos circunstancias explican la revisión al alza de los pronósticos. La más importante tiene que ver con los efectos de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, los cuales, a la luz de los acontecimientos registrados a finales de 2013 y comienzos de 2014, parecieran ser más fuertes que los inicialmente previstos. Cabe señalar que las proyecciones de inflación presentadas en informes anteriores suponían que el desmonte del programa de compra de activos por parte de la Fed (tapering) debería comenzar a finales del primer trimestre de 2014 o comienzos del segundo, pero en realidad se anunció en diciembre de 2013 y se empezó a implementar en enero.

*En este informe la
inflación proyectada
converge más
rápidamente al 3%.*

Si bien se preveía un impacto sobre los flujos de capitales de corto plazo hacia las economías emergentes y un debilitamiento gradual de sus monedas frente al dólar de los Estados Unidos, incluido el peso colombiano, lo acontecido en las primeras

La senda central de pronóstico para la inflación contempla un tipo de cambio más alto que el estimado en informes anteriores.

semanas del año ha permitido apreciar una reacción más fuerte y abrupta de los mercados. Al momento de realizar las proyecciones de inflación, las monedas de los países emergentes más vulnerables de tamaño medio, como Turquía y Sudáfrica, sufrían una destorcida considerable, con importantes salidas de capital que ponían en riesgo su estabilidad financiera y macroeconómica. Esta situación amenazaba contagiar otros mercados más estables y, de hecho, produjo una depreciación en numerosas monedas, sobre todo en Latinoamérica, de una magnitud que no se registraba desde hace varios años. El peso colombiano, en particular, superó la barrera de los \$2.000 por dólar a finales de enero, algo que no había sucedido desde finales de 2010.

En el caso colombiano, además de menores entradas netas de capital de corto plazo por parte del sector privado, el escenario central de la balanza de pagos que se presentó en el capítulo I de este informe incluye una revisión a la baja de los ingresos por exportaciones para 2014, frente a lo presentado en el informe de septiembre, por cuenta de menores cantidades proyectadas en la producción de algunas materias primas. Así las cosas, el déficit en la cuenta corriente tiende a ser un poco mayor que el previsto anteriormente, y por tanto, el tipo de cambio tendería a enfrentar menores presiones a la apreciación.

Teniendo en cuenta estos hechos, la senda central de pronósticos para la inflación que se presenta en este informe contempla un tipo de cambio más alto que el estimado en informes anteriores. Esta circunstancia se traduce en mayores presiones sobre los precios de los bienes y servicios transables que lo previsto hace tres meses, por lo que para este informe ha aumentado de manera significativa el pronóstico de la inflación de transables sin alimentos ni regulados.

Las mayores presiones cambiarias también aumentaron los pronósticos de los precios de los alimentos, tanto de los importados como de los producidos internamente (en este último caso debido a mayores costos de insumos). De igual manera, los precios de los regulados se verían afectados, sobre todo los de la gasolina y el gas domiciliario, cuyas cotizaciones internas dependen no solo de los precios internacionales sino también del tipo de cambio.

Un segundo fenómeno que explica el aumento en las proyecciones de inflación para finales de 2014 y en 2015 es la presencia de choques de oferta positivos hacia finales de 2013, mucho más fuertes que los estimados inicialmente. Esta situación, que afectó sobre todo los precios de los alimentos perecederos gracias a una amplia oferta (favorecida por buenas condiciones climáticas, entre otras razones), explica la reducción no anticipada de la inflación anual por debajo del rango meta en el cuarto trimestre. Hacia 2014 los precios más bajos tenderían a desestimular la oferta y generarían alzas más pronunciadas que las estimadas anteriormente, en especial para la segunda mitad del año.

En este informe aumentó el pronóstico para la inflación de transables.

En el caso de los regulados, la reducción de la variación anual en el cuarto trimestre de 2013, con unos datos también por debajo de lo esperado, son el resultado de una caída pronunciada, pero transitoria, de las tarifas de energía en Cali —este

Las presiones de demanda agregada sobre los precios para 2014 seguirán siendo escasas.

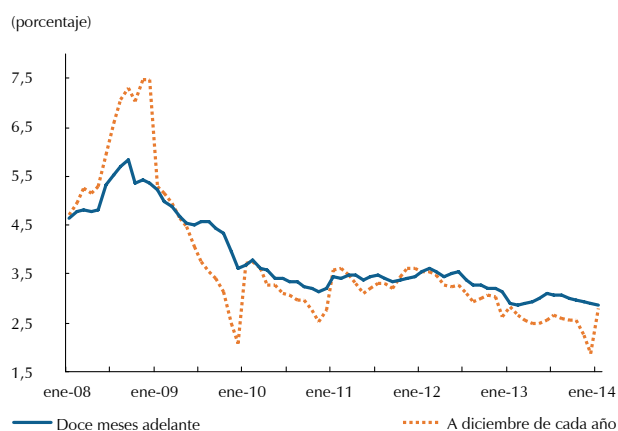
indicador muestra una alta volatilidad desde hace más de un año, según se documentó en el informe pasado—. Por lo tanto este desempeño no implicaría una tendencia decreciente de mediano y largo plazo y así, la reducción de los últimos meses puede ser asimilada como un choque de oferta que tendería a revertirse a finales de 2014, en especial por la baja base de comparación.

Aparte de las dos circunstancias nuevas arriba descritas, el entorno macroeconómico que determinaría la inflación en Colombia en los próximos dos años presentó pocos cambios. Es así como en este informe se sigue previendo unas presiones de demanda escasas para 2014. El crecimiento proyectado, de alrededor de 4,3%, implicaría una brecha ligeramente negativa en los primeros trimestres del año, que tendería a cerrarse a finales de este. Esto debe garantizar ajustes moderados para los precios de los no transables, incluidas las comidas fuera del hogar. Además, podría atenuar en algún grado la transmisión de una eventual mayor depreciación del peso a los precios al consumidor: como se ha presentado en varios informes anteriores, esta depende de la fase del ciclo económico.

Con respecto a los costos laborales, el importante descenso de la tasa de desempleo en principio habría cerrado la brecha en el mercado de trabajo a finales de 2013, lo que significaría alzas mayores en los salarios para 2014 frente a las del año anterior, sobre todo para los empleos calificados. Sin embargo, la segunda fase de reducción de los parafiscales, que en esta oportunidad se extiende a los pagos por salud, que ascienden al 8,5% del salario base, ayudaría a amortiguar estos mayores ajustes. Así, para los empresarios los costos laborales no necesariamente se incrementarán.

Debido al mayor tipo de cambio contemplado en los modelos, podría pensarse que los costos no laborales importados podrían ejercer presiones alcistas sobre los precios internos, superiores a las estimadas hace tres meses. Sin embargo, para 2014 se sigue esperando algún descenso o, en el mejor de los casos, estabilidad en los precios internacionales de las materias primas, lo que tiende a moderar este impacto.

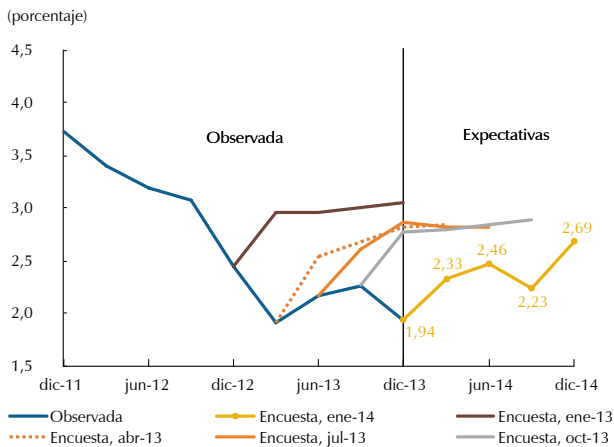
Gráfico 37
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

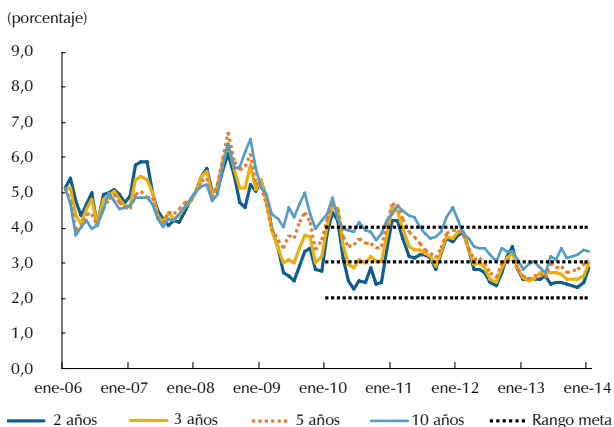
Por su parte, las expectativas de inflación a diferentes horizontes se mantuvieron cerca al punto medio del rango meta en enero, pese a algunos descensos observados en el cuarto trimestre de 2013 debido a la caída de la inflación por debajo del 2%. Así lo sugiere la medición obtenida a partir de la encuesta mensual a analistas del mercado financiero del Banco de la República recogida en enero, la cual se mantuvo cerca del 3,0% a doce meses (Gráfico 37). De igual manera, la encuesta trimestral realizada en este mismo mes a empresarios sitúa la inflación esperada a este horizonte en 2,7% (Gráfico 38). Por último, las expectativas estimadas a partir de la curva de rendimientos de los TES a 2, 3 y 5 años aumentaron un poco en las primeras semanas de enero, convergiendo al 3,0%,

Gráfico 38
Inflación observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, nueve y doce meses)
(inflación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 39
Expectativas de inflación derivadas de los TES
(a dos, tres, cinco y diez años)
(promedio mensual)^{a/}



a/ Metodología Nelson y Siegel.
Fuente: Banco de la República.

mientras que las de 10 años se situaron un poco por encima de esta cifra (Gráfico 39).

La descomposición del IPC por canastas, de acuerdo con la metodología del MMT, muestra que la variación anual de transables sin alimentos ni regulados se aceleraría gradualmente a lo largo del año y se afianzaría por encima de 2,0% a finales de este año y en 2015, algo que no se estimaba en el informe de septiembre. Esto por cuenta de un tipo de cambio más alto según ha sido contemplado en los pronósticos actuales.

Para los no transables sin alimentos ni regulados se sigue esperando un descenso paulatino en su variación anual hacia el 3,0%, algo que los modelos indican que se lograría hacia finales de 2014. Hacia 2015 el indicador se mantendría en este nivel.

En cuanto a la variación anual del IPC de regulados, durante los primeros tres trimestres del año la senda central de pronóstico para este informe es más baja que la obtenida en el de septiembre, debido a los bajos niveles que alcanzó a finales de 2013. Sin embargo, para el cuarto trimestre se espera un aumento importante, dada la baja base de comparación, como ya se anotó. Conviene señalar que, en el caso de este grupo, la menor tendencia a la apreciación del peso prevista para el largo plazo, y un precio internacional del petróleo que se reduce menos que lo contemplado en septiembre, producen una senda más alta hacia 2015. Cabe señalar que este pronóstico central de regulados no incluye posibles rebajas en la tarifas de algunos servicios públicos por modificaciones en los marcos regulatorios.

Por último, para los alimentos se espera una aceleración en su variación anual en la primera mitad del año, impulsada por los precios de los alimentos perecederos y procesados. El tipo de cambio más alto incide en este comportamiento, sobre todo mediante los alimentos y materias primas agrícolas importadas; este efecto se extendería a lo largo de todo 2014 y en parte de 2015. Adicionalmente, hacia finales de 2014 se prevé un salto de la variación anual del IPC de este grupo, lo que obedecería a la reversión del choque bajista observado a finales de 2013. En 2015 la variación anual de alimentos deberá mantenerse por encima de 2,5%, un nivel más alto que el esperado hace un trimestre.

Así las cosas, la senda central para la inflación total, de acuerdo con el MMT, aumentó significativamente hacia finales de 2014 y en 2015 frente a lo presentado en el informe de septiembre, y se acercó más al 3,0%, aunque para los primeros tres

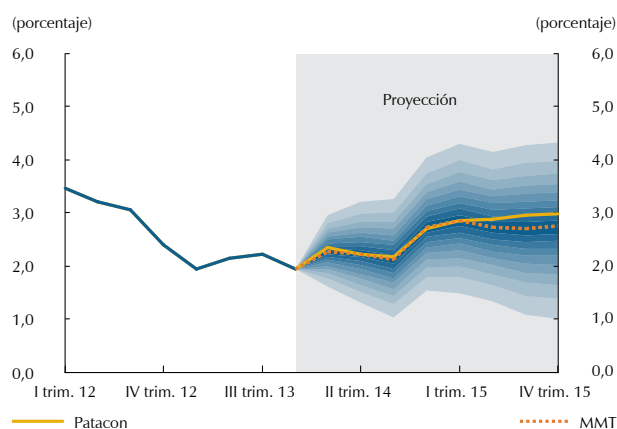
Persiste la incertidumbre relacionada con el comportamiento del contexto externo.

trimestres del primer año es inferior. Algo similar se obtuvo con el Patacon, aunque ahora las sendas convergen entre sí de manera más clara, comparadas con las del informe anterior. La senda central para la inflación sin alimentos registró modificaciones similares, aumentando hacia finales de 2014 y en 2015, pero sin superar el 3,0%.

2. Balance de riesgos

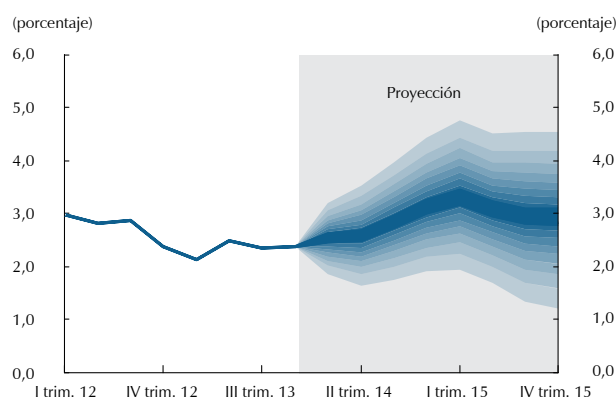
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 40 y 41. Para este informe persiste la incertidumbre relacionada con el comportamiento del contexto internacional, en particular la asociada con sus posibles efectos sobre la tasa de cambio, con la evolución de los precios de los alimentos y de los bienes regulados y con el crecimiento interno. Estas circunstancias han mantenido una amplitud importante en los *fan chart* de inflación, que resulta similar a la del informe anterior.

Gráfico 40
Fan chart de la inflación total



MMT: Modelo de Mecanismos de Transmisión.
Patacon: Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs (modelo de equilibrio general dinámico estocástico).
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 41
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

Pese a lo anterior, en esta ocasión el *fan chart* es simétrico, lo cual indica que se ha reducido la probabilidad de que la inflación se sitúe en el escenario bajista, frente a lo que se consideró hace tres meses. En otras palabras, la incertidumbre relacionada con los riesgos a la baja continúa existiendo, pero es menor, mientras que la alcista, determinada en parte por los efectos de la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos sobre las economías de países emergentes y sobre sus tasas de cambio, ha aumentado de forma considerable.

Los principales riesgos a la baja contemplados en este informe son:

Un crecimiento mundial menor que el previsto en la senda central de pronóstico:

Si bien es cierto que en el último trimestre de 2013 las economías de los países desarrollados han mostrado signos de recuperación y dinamismo más claros, a lo

No se descarta que el desmonte del programa de estímulo en los Estados Unidos tenga efectos adversos sobre el crecimiento mundial.

que se suma un panorama de la política monetaria y fiscal en los Estados Unidos menos incierto, todavía no se puede descartar una recaída en el desempeño económico mundial, con respecto a lo considerado en la senda central de pronóstico. Ello porque aún se observa una importante fragilidad bancaria en varios países de la periferia de la zona del euro, los cuales podrían enfrentar dificultades con la implementación de los programas de integración financiera. A lo anterior se suma que la leve desaceleración que se ha observado en China podría ser agravada por los efectos de eventuales medidas gubernamentales que buscan lidiar con los problemas del sistema financiero informal. Por otro lado, cabe la posibilidad de que el desmonte gradual del programa de estímulo monetario tenga efectos adversos sobre el crecimiento mundial mayores que los contemplados, tanto en las economías desarrolladas como, en especial, en las economías emergentes altamente susceptibles a movimientos en los flujos de capitales.

Una materialización de estos riesgos se traduciría, en el caso de la economía colombiana, en una demanda externa más débil, en una menor confianza de inversionistas y consumidores y en una caída mayor en los precios internacionales de las materias primas, todo lo cual puede conducir a un menor crecimiento interno y una brecha del producto más negativa que lo estimado. En principio, una situación como esta generaría presiones a la baja en la inflación total, siempre y cuando los efectos sobre el tipo de cambio no las compensen, como se menciona más adelante.

Demanda interna menor que la prevista en la senda central:

La expansión de la inversión en 2014, en particular la de obras civiles, puede ser menor que la prevista si se tienen en cuenta los problemas que usualmente ha enfrentado la ejecución de proyectos de gran envergadura, como los que se han anunciado. Esta demanda ejerce un empuje importante sobre el resto de la economía, que de no ocurrir podría significar un crecimiento del PIB por debajo del 4,3% proyectado. Cabe señalar que dicho pronóstico supone una expansión de las obras civiles ligeramente inferior al que se habría observado en 2013, pero que de todas maneras es alto y supera el de la mayoría de componentes del PIB por el lado de la demanda. Una demanda interna menor implicaría una brecha del producto más negativa y menores presiones al alza sobre los precios al consumidor.

Caída en los precios internacionales de las materias primas mayor que la contemplada en el escenario central

Un riesgo a la baja sobre la inflación es una disminución mayor que la prevista en los precios internacionales de las materias primas.

Existe la posibilidad de disminuciones, mayores que las contempladas, en los precios internacionales de materias primas, debido a incrementos fuertes en oferta mundial de estos bienes como resultado de los esfuerzos de inversión que se realizaron en los últimos años: es el caso del petróleo, donde el desarrollo de nuevas tecnologías de extracción ha aumentado considerablemente la producción en los Estados Unidos y otros países. Un riesgo similar recae sobre los precios internacionales de los alimentos, dado el aumento de inventarios en

La senda central de pronóstico de la inflación no incluye posibles disminuciones en algunas tarifas de servicios públicos.

2013 gracias a cosechas abundantes y a que el clima en 2014 sería relativamente favorable en varias zonas productoras, según lo pronosticado por los expertos¹².

Adicionalmente, los aumentos de tasas de interés que se esperan para 2014, debido a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, pueden también generar reducciones en los precios de las materias primas. Cabe señalar que en los últimos años las materias primas se convirtieron en una alternativa de inversión atractiva, dados los bajos rendimientos de la mayoría de los activos financieros.

Menores precios de las materias primas implicarían para Colombia disminuciones en los precios de los bienes transables, incluidos los alimentos, así como sobre la mayoría de precios regulados. De igual manera, implicarían menores costos de transporte y de producción para un conjunto amplio de bienes de consumo. En principio, una disminución adicional en los precios de las materias primas tendría un efecto transitorio a la baja sobre la inflación al consumidor en Colombia, sin embargo, si las expectativas de inflación se ven alteradas, su impacto podría ser permanente.

Menores ajustes en los precios de algunos servicios regulados por cambio en marcos regulatorios

Para 2014 es posible que se autorice una disminución de los cargos fijos en algunos servicios públicos, de entrar en vigencia el proyecto de Ley 101 de 2012 (que ya fue aprobado en un primer debate). Además, en este año entraría a operar un nuevo marco tarifario para el aseo, anunciado por el Ministerio de Vivienda en junio pasado, el cual beneficiaría con reducciones en la tarifa a más del 80% de la población, situada en cerca 350 municipios del país¹³. Estas rebajas no fueron contempladas plenamente en la senda central de pronóstico.

Por su parte, los principales riesgos al alza son:

Una depreciación del tipo de cambio mayor que la contemplada:

La incidencia que pueda tener el desmonte completo del programa de estímulo monetario sobre los flujos de capital hacia las economías emergentes y el desempeño de sus tipos de cambio es aún muy incierta. Aunque en el caso de la economía colombiana la vulnerabilidad es menor que en otros países emergentes —debido a los relativamente bajos desbalances externos y a una menor dependencia de la deuda externa para financiarlos—, no se descarta un efecto de contagio que golpee la prima de riesgo soberano y conduzca a una mayor depreciación que la prevista en el escenario central.

El desmonte del programa de estímulo monetario en los Estados Unidos puede generar riesgos alcistas sobre la inflación mediante una depreciación del peso mayor que la esperada.

12 Al respecto véase Economist Intelligence Unit (2014). “World Commodity Forecast: Foods, Feedstuffs and Beverages”, febrero.

13 Véase: Resolución CRA 643 de 2013 (nuevo marco tarifario de aseo).

*Aún persiste un riesgo
al alza en el precio de
los alimentos.*

Esta situación generaría presiones alcistas adicionales sobre los costos de materias primas y alimentos importados y, en general, sobre los precios de los bienes transables y regulados. Dichos efectos podrían primar sobre las presiones bajistas provenientes de un eventual menor crecimiento, debido a que en este caso no se esperarían grandes detrimentos sobre la demanda externa y a que la economía colombiana no estaría operando significativamente por debajo de su potencial.

Aumentos importantes en el precio de los alimentos producidos en el país:

A pesar de que las condiciones de oferta agropecuaria interna siguen siendo favorables, aún persiste un riesgo al alza en el precio de los alimentos, que en este informe es mayor al considerado hace un trimestre. Por un lado, es posible que los actuales bajos precios relativos desestimulen la producción y generen alzas más adelante, superiores a las previstas en la senda central, sobre todo en los alimentos perecederos. Las mayores presiones podrían sentirse en el segundo y cuarto trimestres del año. Por otra parte, la caída del hato ganadero, estimado en 500.000 reses en los dos últimos años, según la Federación Colombiana de Ganaderos (Fedegan), junto con el aumento del sacrificio en lo corrido del año, podría traer una reducción de la oferta de carne y precios al alza en los próximos meses. Adicionalmente, las medidas de salvaguardia y de precios mínimos para la compra de cultivos, recientemente implementadas en algunos productos, pueden conducir también a precios mayores que los previstos. En principio todos estos choques son de carácter transitorio; sin embargo, podrían tener efectos permanentes si influyen en las expectativas de inflación.

Finalmente, luego de tener en cuenta la ponderación de los distintos riesgos en los *fan chart*, la probabilidad de que en 2014 y 2015 la inflación total se ubique en un rango entre 2% y 4% sigue siendo alta. Es importante tener en cuenta que la senda de pronóstico presentada en este informe supone una política monetaria activa, con tasas de interés que se ajustan para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación en el largo plazo.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA DE LARGO PLAZO

En 2013 los precios de la vivienda continuaron creciendo a tasas altas y el déficit en la cuenta corriente se amplió. Si se acentúan estas tendencias, el riesgo macroeconómico en el mediano plazo es que se llegue a niveles no sostenibles.

La desaceleración del endeudamiento del sector privado continuó en 2013. Sin embargo, la tasa de crecimiento fue superior a la del PIB.

Desde mediados de 2012 la TCR muestra una tendencia a la depreciación, la cual se acentuó en la segunda mitad del 2013.

La crisis financiera internacional demostró que las acciones de política monetaria realizadas para alcanzar una inflación baja y estable son necesarias, pero no suficientes para garantizar un crecimiento sostenido de la economía. En efecto, antes de la crisis, varios países desarrollados ya habían alcanzado el objetivo de estabilidad de precios y, sin embargo, registraron desbalances macroeconómicos, cuya corrección abrupta implicó pérdidas considerables en términos de producto, empleo y bienestar. Dado lo anterior algunos estudios han argumentado que la política monetaria, en coordinación con la política económica general, debe considerar el monitoreo de posibles desequilibrios que puedan llevar a la economía a una posición vulnerable.

En los últimos años diversas entidades han incorporado en su agenda el seguimiento a posibles fuentes de vulnerabilidad macroeconómica.

En los últimos años diversos organismos internacionales, bancos centrales y analistas¹⁴ han incorporado en su agenda el seguimiento a posibles fuentes de vulnerabilidad, analizando diferentes variables claves de la economía, así como construyendo algunos indicadores. En esta línea, el equipo técnico del Banco de la República monitorea la evolución del déficit en la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el endeudamiento privado y los precios de la vivienda, y calcula el

14 Como el FMI, el Banco de Pagos Internacionales (BIS), el BCE, entre otros.

El equipo técnico del Banco de la República monitorea la evolución del déficit en la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el endeudamiento privado y los precios de la vivienda.

índice de desbalance macroeconómico (IDM) como una de las herramientas que permite hacer un análisis conjunto de los posibles desbalances de dichas variables.

En Colombia, antes de la crisis financiera internacional de finales de 2008, el crecimiento del crédito era alto, la tasa de cambio real estaba apreciada y el déficit en la cuenta corriente se había ampliado. Las medidas de largo plazo para estas variables indicaban posibles desbalances, especialmente en el crédito, los cuales se corrigieron en gran parte en 2009 como consecuencia de los efectos de la crisis y de las políticas macroprudenciales implementadas¹⁵.

Después de 2009 las bajas tasas de interés internacionales y el fuerte incremento en la liquidez mundial favorecieron la entrada de capitales hacia las economías emergentes, entre ellas Colombia. Los altos precios del petróleo llevaron los términos de intercambio a niveles históricamente altos, el ingreso nacional subió y los flujos de IED aumentaron, en particular hacia el sector minero¹⁶. De esta forma, la tasa de cambio real volvió a retomar su tendencia hacia la apreciación y solo revirtió dicha dinámica a mediados de 2012.

En el contexto interno, luego de la crisis financiera internacional, la confianza se recuperó y el crédito volvió a crecer a tasas altas. La mayor dinámica se observó en los préstamos de consumo, modalidad que solo hasta mediados de 2012 inició una fase de desaceleración y que a la fecha de este informe continúa presentando incrementos mayores al del PIB nominal. Por su parte, los precios de la vivienda (nueva y usada), que desde 2006 vienen creciendo a tasas importantes, alcanzaron en 2013 niveles históricamente altos.

En los próximos años cabe esperar que los posibles desbalances en los países en desarrollo¹⁷, en parte, generados por la amplia liquidez internacional empiecen un período de corrección en la medida en que las economías avanzadas requieran una posición menos expansiva de su política monetaria. El impacto de esta normalización sobre las economías emergentes dependerá de ciertos fundamentales que les permitan enfrentar un menor flujo de capitales con un mayor costo del financiamiento externo, así como un posible aumento en sus primas de riesgo y la depreciación de sus monedas. En el caso de Colombia, aunque varios factores permiten ser optimistas ante la reducción de la liquidez internacional, aún persisten algunos riesgos que vale la pena advertir y que se describirán a continuación.

El impacto de la menor liquidez internacional sobre las economías emergentes dependerá de sus fundamentales.

15 Dentro de estas se destacan: el incremento en los encajes, los depósitos no remunerados para las operaciones de endeudamiento externo y para la inversión de portafolio de capital del exterior, y la modificación del mecanismo de intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República.

16 Lo anterior llevó a un incremento en la tasa de inversión superior a la del ahorro, que dio origen a una ampliación en el déficit de la cuenta corriente por encima de su promedio histórico.

17 Situaciones como altos déficit en la cuenta corriente, tasa de cambio apreciada, elevados crecimientos en el crédito y en los precios de la vivienda fueron factores comunes en la mayoría de países en desarrollo.

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

Gráfico 42
Componentes de la cuenta corriente

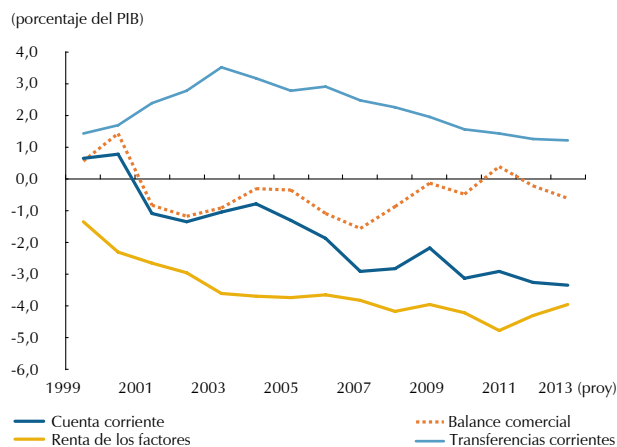
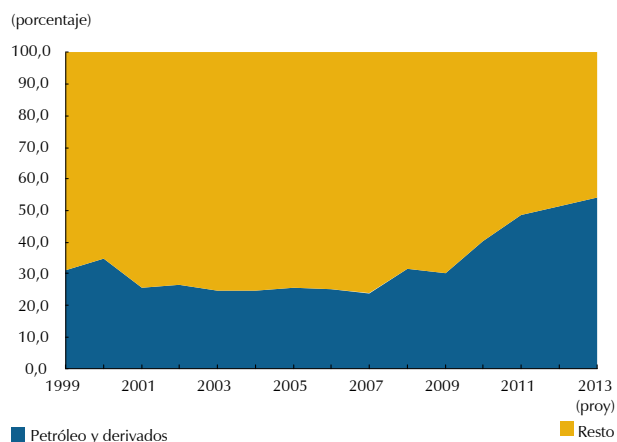


Gráfico 43
Exportaciones de bienes
(participación porcentual)



El déficit en la cuenta corriente con relación al PIB, que entre 2000 y 2006 presentó un promedio anual de 0,9%, se amplió y alcanzó una media anual de 2,9% entre 2007 y lo estimado para 2013¹⁸ (Gráfico 42). Esta ampliación ha sido coherente con un financiamiento externo, que en términos del PIB pasó de representar en promedio 1,6% en el primer período a 4,2% en el segundo. Dentro de los crecientes flujos de capital que ha recibido el país se destaca la IED, en especial la dirigida al sector minero-energético.

Por el lado de la cuenta corriente, el sector minero-energético ha sido superavitario, ya que la remisión de sus utilidades ha sido más que compensada por las exportaciones que genera, especialmente las de petróleo. Los precios internacionales de este bien básico, que se han mantenido en niveles altos desde el año 2008, han incentivado la mayor inversión y explotación en este sector. De esta forma, las ventas externas de petróleo crudo y sus derivados pasaron de representar el 27% de las exportaciones totales en dólares a principios de 2000 a 54% en 2013 (Gráfico 43).

Para 2014 se espera una ligera ampliación del déficit en la cuenta corriente, en un escenario de menores precios internacionales del petróleo, junto con una recuperación de las importaciones del país (como se explicó en el capítulo I de este informe). De acuerdo con la proyección de la balanza de pagos, se espera que este mayor déficit continúe siendo financiado por recursos de IED (como ha venido sucediendo en los últimos ocho años), la cual estará dirigida no solo hacia el sector minero-energético, sino también a otras ramas, gracias a los TLC firmados por Colombia en los

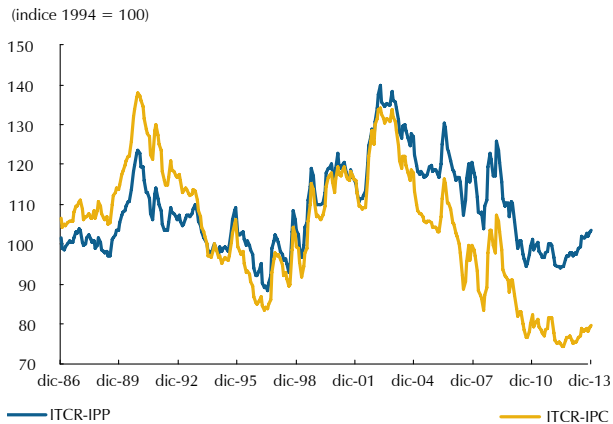
últimos años¹⁹. Lo anterior se puede presentar a pesar de la menor liquidez internacional y de algún incremento en el costo del financiamiento externo.

En cuanto a la evolución de la tasa de cambio real (TCR), desde comienzos del año 2000 se ha observado una tendencia a la apreciación de la moneda con algunas interrupciones, en especial durante la crisis internacional. La mayor liquidez

18 En este período el déficit más bajo se registró en 2009 (2,17% del PIB).

19 En el caso de México, por ejemplo, la primera consecuencia del TLC con los Estados Unidos y Canadá fue el aumento de la IED.

Gráfico 44
Índices de la tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

mundial de los últimos años, la cual favoreció la entrada de capitales, reforzó la apreciación real del peso colombiano. Desde mediados de 2012 dicha tendencia se revirtió y durante 2013 la TCR promedio se depreció en términos anuales 2,3% si se usa el IPC como medida de precios y 5,1% si se utiliza el IPP, en parte, debido a la mayor incertidumbre global por el retiro del estímulo monetario de la Fed (Gráfico 44). Este comportamiento es coherente con un deterioro en los términos de intercambio, un aumento en la productividad relativa de otros países frente a la colombiana y un menor diferencial de tasas de interés. De acuerdo con las estimaciones del Banco de la República, la depreciación de la TCR de los últimos meses ha llevado a una corrección de su desalineamiento, tendencia que

podría continuar en la medida en que los niveles de liquidez mundial continúen siendo menos expansivos.

Hacia futuro un riesgo importante que podría enfrentar la economía colombiana es una fuerte caída del precio del petróleo, la cual lo sitúe, por ejemplo, en niveles bajos y no rentables para los inversionistas. Si bien a este riesgo los analistas le asignan una baja probabilidad, de materializarse tendría efectos negativos sobre la balanza de pagos, el mercado cambiario y el ingreso nacional. En este escenario, la IED dirigida a este sector se reduciría y las exportaciones básicas del país caerían. Ante esta situación, la cuenta corriente contaría con un estabilizador automático, al reducirse también la renta de los factores de las empresas con IED dedicadas a esta actividad.

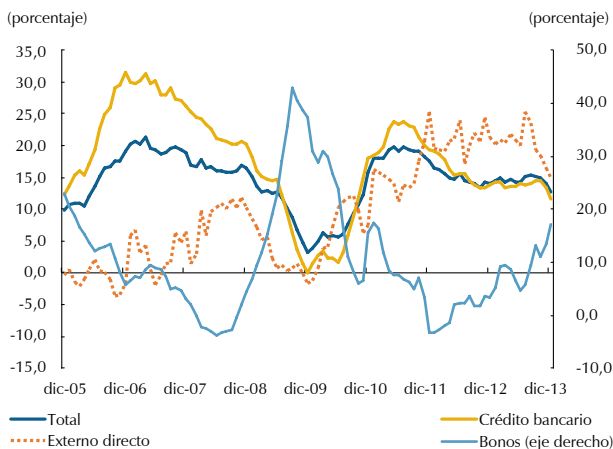
Un choque como el anterior podría generar una depreciación importante del peso, lo cual incentivaría las exportaciones y deprimiría las importaciones, induciendo, adicionalmente, presiones sobre los precios de los transables. Ante esta última posibilidad, una inflación baja con expectativas ancladas en la meta de largo plazo son condiciones favorables que presenta la economía colombiana. Asimismo, el financiamiento del déficit de la cuenta corriente, en especial por IED, puede calificarse como menos susceptible a choques externos que induzcan salidas repentinas de capital. Por otra parte, las mayores reservas internacionales, junto con la línea de crédito flexible que se tiene con el FMI, representan un respaldo adicional al momento de querer suavizar los impactos de un choque externo adverso. Pese a todo lo anterior, una caída muy fuerte del precio del petróleo deterioraría de forma importante el ingreso nacional, con un mayor impacto negativo sobre las finanzas públicas y sobre los sectores que le prestan servicios a la actividad petrolera.

En el caso colombiano varios factores permiten ser optimistas ante un eventual choque externo; entre estos una inflación baja y con expectativas ancladas a la meta de largo plazo, dan margen de maniobra a la política monetaria.

B. ENDEUDAMIENTO

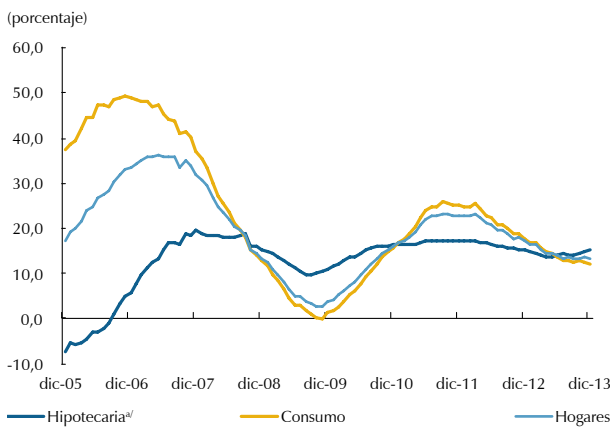
Entre 2006 y 2007 el crecimiento de la cartera comercial fue superior al 30% anual y el de la cartera de consumo fue mayor a 40%, niveles superiores a sus

Gráfico 45
Endeudamiento comercial^{a/}
 (variación porcentual anual, promedio mensual)



a/ M/E con tipo de cambio fijo, base diciembre de 2012.
 Fuente: Superintendencia Financiera; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 46
Cartera de los hogares
 (variación porcentual anual, promedio mensual)



a/ Incluye titularizaciones.
 Fuente: Superintendencia Financiera; cálculos del Banco de la República.

promedios históricos. Aunque la cartera total en 2009 se desaceleró de manera considerable, en 2011 volvió a mostrar variaciones anuales cercanas a 25%. Para entonces, la amplia liquidez internacional también permitió un incremento sostenido del endeudamiento externo directo. Durante 2013 el endeudamiento del sector privado se desaceleró, principalmente por los menores aumentos del dirigido a las empresas. En particular, este último sector presentó una reducción considerable de su endeudamiento externo directo y del crédito bancario, al tiempo que continuaron las emisiones de bonos (Gráfico 45.).

Por su parte, en el segundo semestre de 2013 el crecimiento del endeudamiento de los hogares se estabilizó en niveles cercanos al 13% anual, con una desaceleración en la cartera de consumo y un mayor aumento de los créditos hipotecarios (Gráfico 46). Estos últimos cerraron el año con tasas de expansión cercanas a 15%, resultado, en parte, de los programas del Gobierno para facilitar la financiación de vivienda. Aunque la relación cartera hipotecaria a PIB ha aumentado, la carga financiera de los hogares por concepto de este tipo de crédito se encuentra todavía en niveles bajos²⁰. En cuanto al crédito de consumo, la desaceleración que se venía observando desde comienzos de 2012 continuó durante 2013 (su variación anual pasó de tasas cercanas al 18% al cierre de 2012 a aproximadamente 12% en diciembre de 2013). Además, la calidad de este tipo de cartera y sus correspondientes indicadores de riesgo mejoraron durante el año.

Cuando se consideran en conjunto los créditos de consumo y los de vivienda, el nivel de endeudamiento de los hogares se encuentra en niveles altos en relación con el promedio de los últimos veinte años. De esta forma, aunque las perspectivas de mediano plazo de la economía son buenas, los hogares están en una posición más vulnerable ante choques adversos que afecten su capacidad de pago, como por ejemplo, un aumento en la tasa de desempleo. Asimismo, de presentarse una reducción importante en el acceso a recursos en el exterior, las empresas con buena calificación podrían preferir créditos en pesos²¹ y las familias y las empresas pequeñas podrían verse afectadas por un menor acceso al crédito interno.

20 Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2013.

21 Véase el *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2013.

Gráfico 47
Precios de la vivienda relativos al IPC

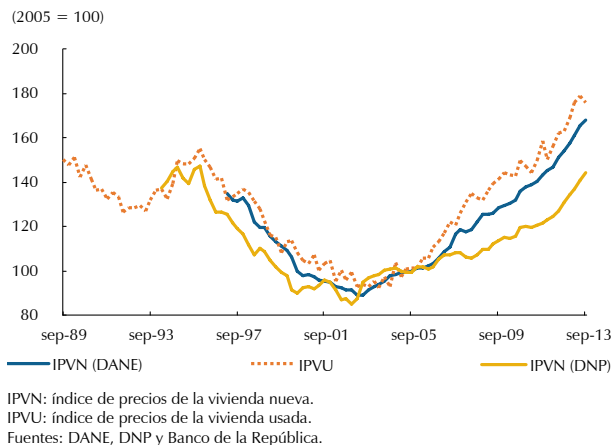


Gráfico 48
Precios de la vivienda nueva en diferentes ciudades
relativos al IPC

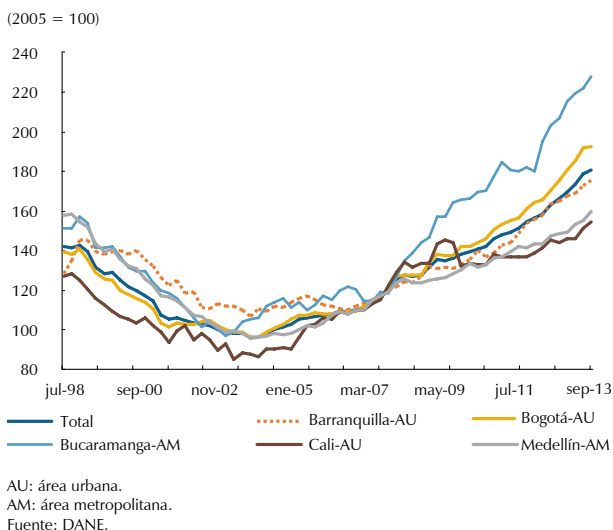
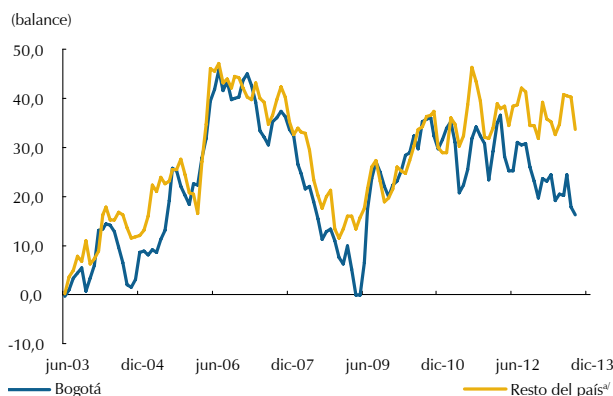


Gráfico 49
Disposición a comprar vivienda
(promedio móvil de orden 3)



a/ Incluye Medellín, Cali y Barranquilla.
Fuente: Fedesarrollo (Encuesta de opinión al consumidor).

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

Después de la crisis ocurrida en Colombia a finales de los años noventa los precios de la vivienda (nueva y usada) tuvieron una tendencia decreciente, que desde el año 2006 se revirtió, hasta alcanzar de nuevo niveles históricamente altos (Gráfico 47). De acuerdo con algunos indicadores, dichos precios acumulan incrementos reales de más de 50% frente a lo observado en 2005. Los altos crecimientos (relativos al IPC) registrados tanto en el índice de precios de la vivienda nueva (IPVN-DANE) como en el de la vivienda usada (IPVU) a principios de 2013 (9,7% anual para el primero y 12,8% para el segundo) se desaceleraron en el tercer trimestre del año (9,0% para el IPVN-DANE y 8,1% del IPVU).

En general, los anteriores crecimientos han sido muy superiores a la inflación en todo el país; en particular, los precios de la vivienda nueva muestran que en Bucaramanga los ajustes han estado por encima del total nacional, seguidos por los de Bogotá (Gráfico 48). Este último mercado, además de ser el más grande y el que más se valorizó en lo corrido de 2013 a septiembre, se destaca por ser el único donde se presentó una desaceleración en los precios de la vivienda nueva en el tercer trimestre. Si bien el déficit de vivienda en la capital aún es elevado, algunos indicadores señalan que este activo podría estar perdiendo atractivo como inversión. En particular, la variación de los arriendos para ingresos altos en Bogotá se ha desacelerado en el último año y la disposición a comprar vivienda se ha reducido de manera sostenida desde 2011, mientras que en el resto del país se ha mantenido (Gráfico 49).

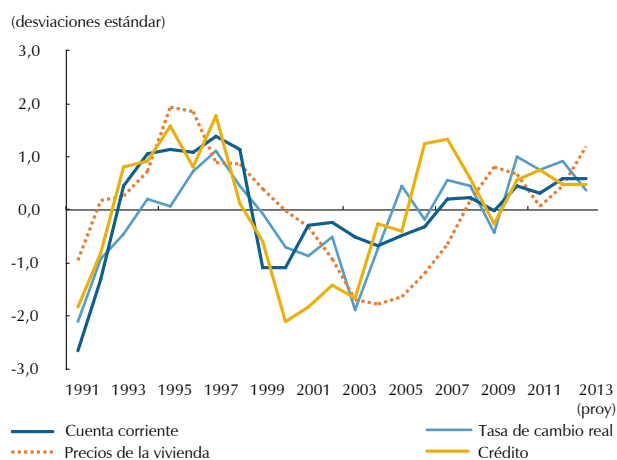
En el mediano plazo se espera que algunos de los determinantes de la demanda de vivienda, como el nivel de empleo, el crecimiento del ingreso disponible de las familias y las condiciones de financiación, continúen siendo favorables. De hecho, el sector financiero no ha modificado sus exigencias para otorgar crédito y la carga financiera de los hogares continúa en niveles relativamente bajos. Sin embargo, los establecimientos de crédito han manifestado que el principal impedimento para otorgar

más crédito es la capacidad de pago del deudor²². Asimismo, se espera que algunos programas del Gobierno que han podido incentivar la demanda de vivienda finalicen en 2014.

Como se ha mencionado en informes anteriores, el incremento de los precios de la vivienda se ha presentado en varias economías emergentes, lo que implica que, además de factores de demanda y oferta internos, dicho comportamiento ha estado impulsado, en parte, por la amplia liquidez internacional. Así, en la medida en que la política monetaria de las economías avanzadas empiece a normalizarse, activos diferentes a la vivienda, como inversiones en otros países, podrían tener mejores perspectivas de rentabilidad y contribuirían a disminuir las presiones sobre los precios de la vivienda.

D. ESTIMACIONES DE LARGO PLAZO E ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

Gráfico 50
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito



proy: proyectado.
Fuente: Banco de la República.

Para 2013 las diferencias entre los niveles observados y los estimados de largo plazo de la cuenta corriente, la TCR, el crédito y los precios de la vivienda continúan sugiriendo desbalances²³. En la cuenta corriente y el crédito la magnitud del posible desequilibrio es similar a la estimada para el año 2012; en la TCR se observa una corrección y en los precios de la vivienda una ampliación (Gráfico 50).

El índice de desbalance macroeconómico (IDM), que resulta de la combinación de las brechas estandarizadas de estas variables²⁴, sugiere que en 2013 el nivel de desequilibrio agregado se amplió ligeramente en comparación con el de 2012. Pese a ello, aún se sitúa por debajo de los valores registrados antes de la crisis de los años noventa (Gráfico 51). Con respecto a la estimación presentada en el *Informe sobre Inflación*

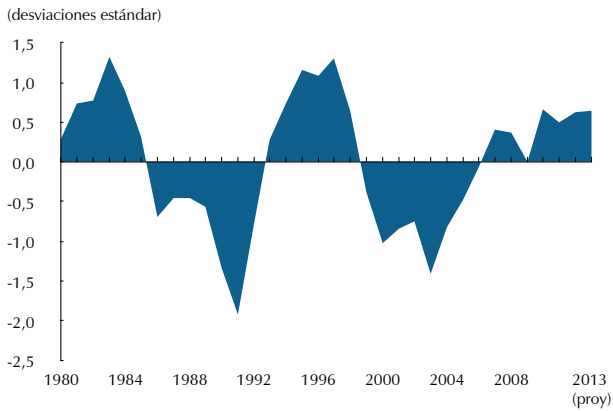
anterior, el desequilibrio agregado sería ligeramente mayor. Lo anterior se explica porque la corrección de la brecha de la TCR parece haber sido menor a la esperada y porque el crecimiento de los precios de la vivienda fue mayor al estimado en septiembre.

22 Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de la República de septiembre de 2013 y el *Reporte de la situación del Crédito en Colombia* de diciembre de 2013.

23 Valores positivos indican desbalance. Para la TCR, este se calcula como el nivel de largo plazo menos el observado.

24 Para una explicación detallada véase Arteaga, Huertas y Olarte (2012). “Índice de desbalance macroeconómico”, Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República.

Gráfico 51
Índice de desbalance macroeconómico



py: proyectado.
Fuente: Banco de la República.

Para 2014, de acuerdo con lo expuesto en las secciones anteriores, podría presentarse una ampliación de la brecha de la cuenta corriente y, de continuar con las dinámicas registradas en 2013, una tendencia al cierre en las brechas de la TCR y del crédito. En cuanto a los precios de la vivienda, las mayores expectativas de devaluación y de rentabilidad externa, así como el menor estímulo a la demanda por vivienda podrían restar presión sobre dicho mercado.

Finalmente, en el caso colombiano varios factores permiten ser optimistas ante un choque externo, como el de la menor liquidez internacional. En primer lugar, si la Fed sigue disminuyendo sus compras de activos, es porque percibe que la economía estadounidense (el mayor socio comercial de Colombia) continúa recuperándose. Además de mejorar nuestras perspectivas de demanda externa, un mayor dinamismo en la economía de los Estados Unidos, entre otros factores, puede contribuir a mantener niveles favorables de los precios del petróleo. En segundo lugar, la estructura de los pasivos externos del país concentrados en IED, junto con unos indicadores de reservas internacionales sólidos, reducen la vulnerabilidad ante salidas repentinas de capital. Por último, una inflación baja, con expectativas ancladas a la meta de largo plazo, dan margen de maniobra a la política monetaria para reaccionar ante diferentes choques.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este Anexo se presentan las proyecciones más recientes realizadas por analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2014 y 2015. Al momento de la consulta los agentes contaban con información a enero de 2014. Estas estimaciones se obtienen por medio de una encuesta electrónica y no corresponden con las realizadas por el Banco de la República ni su Junta Directiva (JDBR).

1. Proyecciones para 2014

En promedio, los analistas tanto locales como extranjeros esperan para 2014 una expansión del PIB de 4,6%, en ambos casos es mayor que lo reportado para el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior.

Cuadro A1
Proyecciones para 2014

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del 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	4,3	3,7	2.200	4,9	2,4	8,1
Anif ^{a/}	4,8	3,0	n.d.	4,7	2,3	9,3
Banco de Bogotá	4,5	2,9	1.950	4,8	n.d.	9,7
Bancolombia ^{a/}	4,4	3,0	2.025	4,1	2,4	8,8
BBVA Colombia ^{a/}	4,7	2,9	1.960	4,7	2,3	9,4
Corficolombiana	5,0	3,0	1.875	5,0	1,0	9,2
Corpbanca ^{b/, c/}	4,5	2,9	1.970	5,0	2,4	8,4
Corredores Asociados	4,5	2,5	1.975	4,5	2,3	8,4
Correval	4,6	3,0	1.900	5,0	1,0	9,2
Davivienda ^{a/}	4,5	2,6	2.050	4,5	2,3	9,4
Fedesarrollo ^{a/}	4,6	3,3	1.995	4,9	2,3	9,5
Ultrabursátiles	4,2	2,7	2.000	5,1	n.d.	8,8
Promedio	4,6	3,0	1.991	4,8	2,1	9,0
Analistas externos						
Citi ^{a/}	4,6	2,8	2.075	4,8	0,7	8,5
Deutsche Bank	4,3	3,5	1.980	3,5	2,3	9,5
Goldman Sachs	4,7	3,0	2.060	4,3	2,3	n.d.
JP Morgan	4,8	2,9	n.d.	4,5	1,2	n.d.
Promedio	4,6	3,1	2.038	4,3	1,6	9,0

n. d.: no disponible

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

c/ Antiguo Banco Santander.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2015

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,0	3,3	2.350
Anif	4,5	3,0	n.d.
Banco de Bogotá	5,0	3,0	2.000
Bancolombia	4,6	3,4	2.150
BBVA Colombia	5,1	3,1	1.980
Corficolombiana	5,0	3,0	1.925
Corpbanca ^{a/}	4,7	3,0	2.000
Corredores Asociados	4,5	3,0	2.000
Correval	5,3	3,0	1.900
Davivienda	n.d.	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	4,6	3,4	2.026
Ultrabursátiles	4,5	3,0	2.300
Promedio	4,7	3,1	2.063
Analistas externos			
Citi	5,0	3,5	2.100
Deutsche Bank	4,6	n.d.	n.d.
Goldman Sachs	4,5	3,0	2.122
JP Morgan	4,5	3,0	n.d.
Promedio	4,7	3,2	2.111

n. d.: no disponible.

a/ Antiguo Banco Santander.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales y extranjeros prevén incrementos de 3,0% y 3,1% en los precios al finalizar el año, respectivamente. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la JDBR para 2013 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de \$1.991, frente al \$1.897 estimado en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los \$2.038 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,8%; adicionalmente, en promedio esperan que la tasa de desempleo se ubique en 9,0%.

2. Proyecciones para 2015

Para 2015 los analistas nacionales y extranjeros esperan un crecimiento económico de 4,7%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,1% y 3,2%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, en promedio las entidades nacionales anticipan \$2.063 mientras que las externas esperan un \$2.111.