



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2014

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2014*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 30 de enero de 2015.

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. Contexto internacional	15
B. Balanza de pagos	26
Recuadro 1: Determinantes de la disminución reciente del precio del petróleo, evaluación de pronósticos y perspectivas	33
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	38
A. El PIB en el tercer trimestre de 2014	38
B. Pronósticos de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre	41
III. Desarrollos recientes de la inflación	49
A. La inflación básica	52
B. Inflación de alimentos	54
IV. Pronósticos de mediano plazo	56
A. Crecimiento económico para 2015	56
B. Inflación	63
Recuadro 2: La formación de expectativas en Colombia	73
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica	77
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	80
B. Endeudamiento	82
C. Precios de la vivienda	83
D. Índice de desbalance macroeconómico (IDM)	84
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	86

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	PIB real de los Estados Unidos	16
Gráfico 2	Índice de producción industrial de la zona del euro	16
Gráfico 3	Índice de actividad manufacturera para algunas economías europeas	17
Gráfico 4	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina	17
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 de Colombia	19
Gráfico 8	Inflación anual para algunos países desarrollados	19
Gráfico 9	Índices de volatilidad financiera	21
Gráfico 10	Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de los Estados Unidos	21
Gráfico 11	Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de algunos países de la zona del euro	21
Gráfico 12	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	22
Gráfico 13	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	22
Gráfico 14	Exportaciones totales	27
Gráfico 15	Importaciones FOB totales	29
Gráfico 16	Producto interno bruto	38
Gráfico 17	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	41
Gráfico 18	Encuesta mensual del comercio al por menor	42
Gráfico 19	Ventas al detal de vehículos automotores	42
Gráfico 20	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	43
Gráfico 21	Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil octubre-noviembre-diciembre)	43
Gráfico 22	Tasa de desempleo nacional y trece áreas (trimestre móvil desestacionalizado)	43
Gráfico 23	Número de ocupados y variación anual	44
Gráfico 24	Empleo por tipo de ocupación	44
Gráfico 25	Tasas de interés reales de los hogares	44
Gráfico 26	Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	45
Gráfico 27	Producción de cemento	46
Gráfico 28	Producción de café	46
Gráfico 29	Producción de petróleo	47
Gráfico 30	Balance del índice de confianza industrial	47
Gráfico 31	Imaco: indicador líder a cinco meses del PIB	47
Gráfico 32	Inflación total al consumidor	49
Gráfico 33	IPP por procedencia	51
Gráfico 34	Salarios nominales	51
Gráfico 35	Indicadores de inflación básica	52
Gráfico 36	IPC de regulados y sus componentes	53
Gráfico 37	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	53
Gráfico 38	IPC de no transables	53
Gráfico 39	IPC de alimentos	54

Gráfico 40	IPC de alimentos por grupos	55
Gráfico 41	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	61
Gráfico 42	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	61
Gráfico 43	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	62
Gráfico 44	Inflación observada y expectativas de inflación	65
Gráfico 45	Expectativas de inflación derivadas de los TES	66
Gráfico 46	<i>Fan chart</i> de la inflación total	67
Gráfico 47	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	67
Gráfico 48	Cuenta corriente	80
Gráfico 49	Cuenta corriente y su financiamiento	81
Gráfico 50	Tasa representativa del mercado, tasa de cambio real y precio del petróleo	81
Gráfico 51	Endeudamiento del sector privado	82
Gráfico 52	Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)	84
Gráfico 53	Índice de desbalance macroeconómico	85
Gráfico 54	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	85

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	23
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	25
Cuadro 3	Balanza de pagos	30
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	39
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	40
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	50
Cuadro 7	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	61
Cuadro 8	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> de la inflación total	72

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Los diferentes indicadores de actividad económica del cuarto trimestre de 2014 muestran una demanda interna dinámica. El comportamiento de las ventas al por menor, del crédito de consumo y de la confianza de los consumidores sugieren que en ese período el gasto de los hogares se aceleró. Asimismo, la expansión de la inversión habría sido importante, tanto en obras civiles como en maquinaria y equipo, y equipo de transporte. Se calcula que las exportaciones netas tuvieron un aporte negativo debido a una desaceleración de las ventas al exterior. Con esta información, para el cuarto trimestre de 2014 el equipo técnico proyecta un crecimiento alrededor de 4%, y cercano a 4,1% para el segundo semestre del mismo año. Si bien esta dinámica sería menor que la registrada en el primer semestre, su desempeño sigue siendo sobresaliente respecto a la región. Con lo anterior, en 2014 el crecimiento del PIB habría estado entre 4,5% y 5%, con 4,8% como cifra más probable.

A partir del tercer trimestre de 2014 se observó una reducción de la cotización internacional del petróleo, la cual se profundizó en el cuarto. A diciembre el precio se encontraba un 50% por debajo de los niveles observados a mediados de año. Es muy probable que el efecto neto sobre el crecimiento de la economía mundial de esta caída sea positivo, aunque con impactos heterogéneos. Los países importadores se beneficiarán gracias al alivio en el presupuesto de los hogares, por el menor costo de los insumos y la mejora de su posición externa. Por su parte, los países exportadores se verán afectados por la caída de sus ingresos, y por la presión sobre sus finanzas públicas y balances externos.

En el caso colombiano los menores precios del crudo tienen un efecto negativo, ya que el 55% del valor de las exportaciones en dólares del país corresponden a petróleo. Los efectos de este choque se transmiten a la economía a través de diversos canales. El más importante es el deterioro de sus términos de intercambio. Ello se refleja en una caída del ingreso nacional y la inversión, al igual que en una desmejora del balance comercial. Los menores precios también reducen las entradas de capital, sobre todo las relacionadas con la inversión extranjera directa, de la cual una tercera parte se dirigió al sector petrolero en los primeros tres trimestres

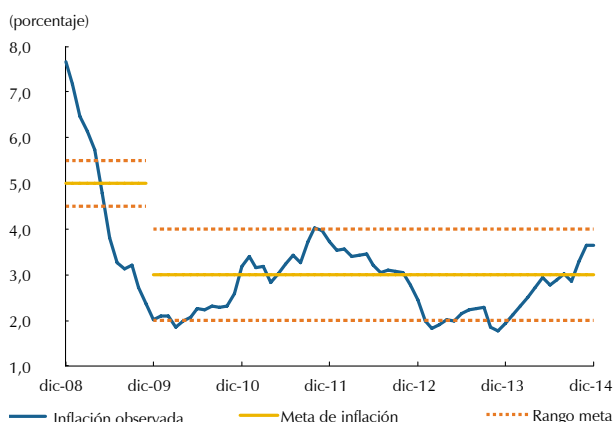
de 2014. Adicionalmente, los bajos precios del crudo deterioran el balance fiscal, ya que cerca del 20% de los ingresos totales del gobierno nacional central provienen de la actividad petrolera, e igualmente son la principal fuente de ingreso por regalías de las regiones.

Cabe esperar, sin embargo, que el comportamiento de otras variables económicas contribuya a amortiguar los efectos del choque petrolero. En particular, el mayor crecimiento de la inversión en obras civiles y del consumo público que se prevé a futuro, debería atenuar la desaceleración de la actividad económica. De igual forma, la depreciación del peso colombiano frente al dólar hace más competitivas las exportaciones y la producción de algunos sectores que compiten con bienes importados. Lo anterior, a su vez, inducirá una mayor demanda de bienes producidos en el país, ya que los precios de similares bienes importados tienden a encarecerse más que los producidos nacionalmente.

La caída en el precio del petróleo ha ocurrido en un contexto de crecimiento mundial débil y desigual. Mientras la recuperación económica de los Estados Unidos continúa y se consolida, la expansión de la zona del euro y Japón sigue débil. Los países emergentes crecen a un menor ritmo o lo hacen a tasas históricamente bajas. Con ello, es factible que en 2015 el crecimiento promedio de nuestros socios comerciales sea un poco mayor que el de 2014, pero menor que lo estimado en meses anteriores.

Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República redujo sus pronósticos de crecimiento de la economía colombiana para 2015 a un rango entre 2,0% y 4,0%, con 3,6% como cifra más probable, frente a un pronóstico de 4,3% anteriormente contemplado. El impacto negativo de la caída de los precios del petróleo sobre el ingreso nacional comienza a reflejarse en recortes de los programas de inversión de las empresas petroleras del país.

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En materia de precios, en el cuarto trimestre la inflación continuó amentando y se situó en 3,66% en diciembre, dentro del rango meta establecido por la Junta directiva del Banco de la República para 2014 (Gráfico A). La desviación con respecto al punto central se explicó, fundamentalmente, por la reversión de caídas transitorias en precios de alimentos y regulados, y por aumentos temporales en otros, como diversión, cultura y esparcimiento. La depreciación del peso asociada con la fuerte caída del precio del petróleo, que se presentó en la segunda mitad del año, no se ha visto aún reflejada en los precios al consumidor.

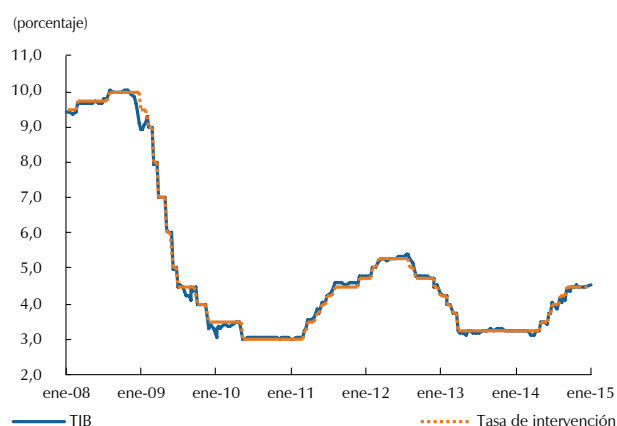
Con el aumento de la inflación al consumidor se presentó un incremento de la inflación básica y de las expectativas de inflación, pero en una menor magnitud.

A comienzos de enero las expectativas se encontraban en la mitad superior del rango meta.

Según las estimaciones del equipo técnico, durante el primer semestre de 2015 la inflación deberá permanecer en niveles similares a los observados a finales del año pasado. Los efectos de la depreciación se sienten principalmente sobre los precios de los bienes transables. Sin embargo, dado que la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas debe inducir recortes en los costos de producción y transporte, y que la demanda agregada no deberá exceder la capacidad productiva

de la economía, las alzas en los precios transables no comprometerán el cumplimiento del rango meta definido para este año. La inflación muy probablemente empezará a converger al 3,0% durante el segundo semestre de 2015.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
(2007-2014)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 10 de octubre de 2014.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

En conclusión, la demanda interna continúa mostrando dinamismo en un contexto cercano a la plena utilización de la capacidad productiva. Al tiempo, la inflación y sus expectativas se han incrementado y se sitúan dentro de la mitad superior del rango meta. Lo anterior se presenta en un entorno de deterioro de los términos de intercambio y de incertidumbre sobre su evolución futura y su impacto sobre la demanda agregada. Así, luego de hacer la evaluación del balance de riesgos, en las sesiones de noviembre y diciembre de 2014, y en la de enero de 2015, la Junta Directiva del Banco de la República consideró apropiado mantener la tasa de interés de referencia en 4,5% (Gráfico B).

José Darío Uribe
Gerente General

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

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Joan Granados

Daniel Parra

Juan Sebastián Rojas

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

Jefe

Luis Hernán Calderón

Celina Gaitán

Aarón Levi Garavito

Jhon Edwar Torres

Asistente del Departamento de Programación e Inflación

Gloria Sarmiento

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Franz Hamann (director), Jesús Antonio Bejarano (jefe de sección), Rafael Hernández, Camila Londoño y Joao Hernández, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López, investigador principal de la Unidad de Investigaciones; María Alejandra Prieto, Juan Sebastián Mariño y Nicolás Martínez, estudiantes en práctica.

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

La principal noticia económica para Colombia en el ámbito externo provino del desplome en la cotización internacional del petróleo, que cayó alrededor de 58% desde junio de 2014. Por ello se revisaron significativamente a la baja los pronósticos en su precio para 2015.

En este informe se redujeron las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales de Colombia para 2015 frente a lo presentado hace tres meses.

La disminución en los precios de los bienes básicos, especialmente de los combustibles, ha reducido de forma importante las presiones inflacionarias en las economías desarrolladas.

Para 2014 se estima que hubo una ampliación importante del déficit en la cuenta corriente, favorecido por las amplias condiciones de financiamiento externo. Para 2015 se espera una ligera corrección del desbalance externo, en un contexto de gran incertidumbre sobre la dinámica de los flujos de financiación.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

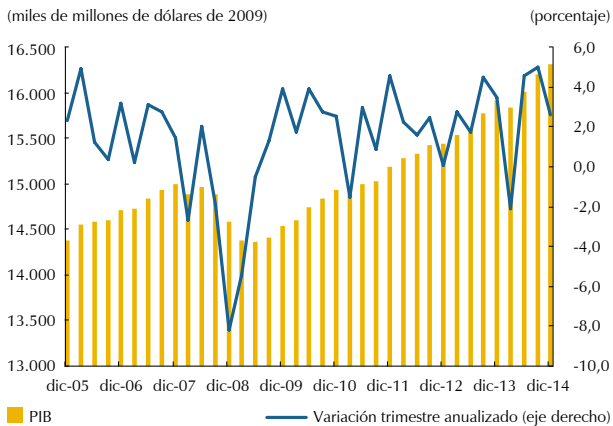
1. Actividad real

Durante el cuarto trimestre de 2014 la actividad real mundial siguió mostrando un comportamiento heterogéneo. Por un lado, los registros favorables en los Estados Unidos indican que el país mantuvo el dinamismo de los trimestres anteriores; por el otro, la economía de la zona del euro habría continuado con un muy escaso crecimiento. Entretanto, algunos países emergentes se siguieron desacelerando, con cifras de expansión del producto interno bruto (PIB) en China y en América Latina que se ubicaron por debajo de lo observado en los últimos años.

En el caso particular de los Estados Unidos, de acuerdo con un primer estimativo, en el cuarto trimestre su PIB se habría expandido a una tasa de 2,6% trimestre anualizado (t. a.), con lo que el crecimiento anual para todo 2014 fue de 2,4% (Gráfico 1). Si bien este registro es inferior a lo observado tres meses atrás, la demanda interna mantuvo su dinamismo y sugiere que su expansión económica continúa siendo robusta. Se destaca el comportamiento del consumo de los hogares, que pasó de crecer 3,2% a 4,3% t. a. Por su parte, la inversión, si bien se

La actividad económica mundial tuvo un desempeño heterogéneo en el cuarto trimestre. Estados Unidos mantuvo el dinamismo, mientras que la zona del euro y algunas economías emergentes se debilitaron.

Gráfico 1
PIB real de los Estados Unidos



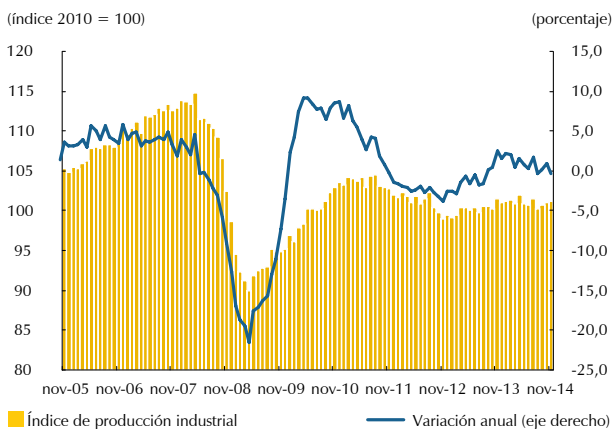
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

desaceleró con respecto al trimestre anterior, exhibió un ritmo favorable (2,3% t. a.). En contraste, el comercio externo neto le restó a la expansión de la actividad real, como consecuencia de un aumento en las importaciones (8,9% t. a.), que fue superior al de las ventas al exterior (2,8%). Entretanto, el gasto del gobierno registró una variación trimestral negativa debido a la alta base de comparación del trimestre anterior, cuando se observó un incremento significativo en el rubro de defensa.

El buen desempeño de la actividad real estadounidense ha permitido que continúe la recuperación de su mercado laboral. La creación de empleo se ha mantenido dinámica: las nóminas no agrícolas se incrementaron a una tasa promedio mensual de alrededor de 324.000 nuevos trabajos durante el cuarto trimestre y de 260.000 para todo el año, lo cual constituye el mejor registro desde 1999. En consecuencia, la tasa de desempleo conservó una clara tendencia decreciente y se redujo de 6,6% a comienzos de año a 5,6% en diciembre.

Otros indicadores del mercado laboral, que son monitoreados por la Reserva Federal (Fed), si bien se mantienen en niveles superiores a los observados antes de la crisis financiera de 2008, han exhibido mejoras significativas durante el año. El desempleo de largo plazo¹ y la tasa de subempleo², por ejemplo, se han reducido de forma considerable y sugieren que siguen disminuyendo los excesos de capacidad en el mercado laboral estadounidense y que ha mejorado la calidad de los empleos que se están creando.

Gráfico 2
Índice de producción industrial de la zona del euro



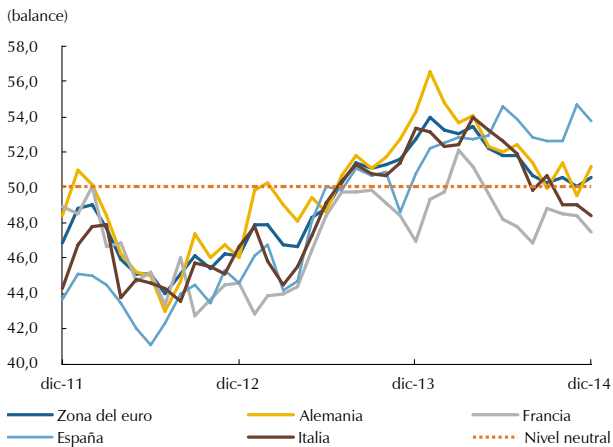
Fuente: Datastream.

En la zona del euro, por el contrario, las cifras del PIB del tercer trimestre mostraron un crecimiento muy débil (0,2% con respecto al trimestre anterior) y los indicadores más recientes sugieren que esta situación se mantuvo en el último trimestre de 2014. Con cifras a noviembre, los datos de producción industrial registraron una variación anual negativa (Gráfico 2), mientras que las exportaciones a países fuera de la zona y de las ventas al por menor exhibieron un crecimiento anual muy modesto.

1 Número de personas que no han conseguido empleo en más de 27 semanas como proporción del total de desempleados.

2 Número total de desempleados, de empleados con trabajos de tiempo parcial que manifiestan querer trabajar tiempo completo y aquellos fuera de la oferta laboral que estarían dispuestos a trabajar en caso de conseguir empleo (marginamente vinculados al mercado laboral), como proporción de la fuerza laboral y de los marginamente vinculados al mercado laboral.

Gráfico 3
Índice de actividad manufacturera para algunas economías europeas
(*purchasing managers index: PMI*)



Fuente: Bloomberg.

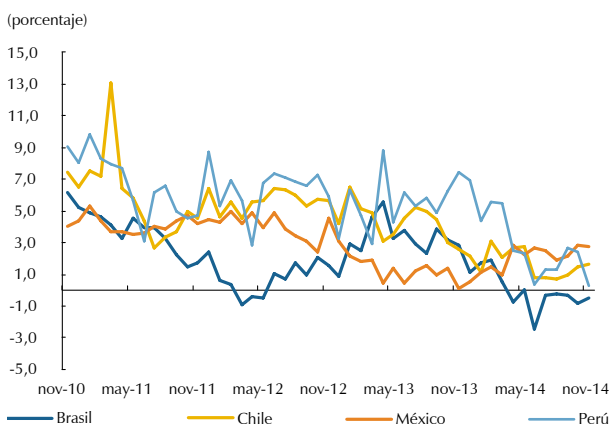
Por países el panorama es diverso (Gráfico 3). Se destaca el caso positivo de España, donde el crecimiento trimestral del PIB fue de 0,7% para el cuarto trimestre, con lo que la expansión para todo 2014 fue de 1,4%, la mayor desde 2007. En contraste, el índice de actividad manufacturera sugiere que la economía alemana habría seguido expandiéndose a tasas modestas, como consecuencia de la caída de su demanda externa y del deterioro de la confianza de consumidores y empresarios. Las economías de Francia e Italia se habrían estancado o estarían contrayéndose en la medida en que el consumo continuó creciendo a tasas muy bajas y la inversión habría registrado tasas negativas.

En gran parte de los países emergentes el crecimiento permanecería por debajo del que se observó en los últimos años. En el caso de China, el PIB aumentó 7,3%

en términos anuales en el cuarto trimestre, con lo que la expansión para todo 2014 fue de 7,4%, ubicándose por debajo de la meta del gobierno (7,5%) y del dato observado el año anterior (7,8%). Esta desaceleración ocurrió, en gran parte, como consecuencia de una moderación significativa de la inversión en activos fijos, especialmente aquellos relacionados con la finca raíz. Para frenar esta tendencia el gobierno y el banco central chino han adelantado planes de estímulo orientados a sectores específicos de la economía que, sin embargo, no resolverían los desbalances en otros sectores (sector inmobiliario y financiero).

En cuanto a América Latina, los indicadores más recientes de actividad real muestran que los países de la región siguieron exhibiendo un muy bajo dinamismo durante el cuarto trimestre (Gráfico 4). En términos generales, las ventas al exterior se mantuvieron débiles, como consecuencia de la reducción en los precios de los principales bienes básicos de exportación y del debilitamiento de la demanda de los socios comerciales. De forma similar, la confianza de los hogares y de los empresarios se ha mantenido en niveles bajos, lo cual ha afectado las decisiones de inversión y de consumo.

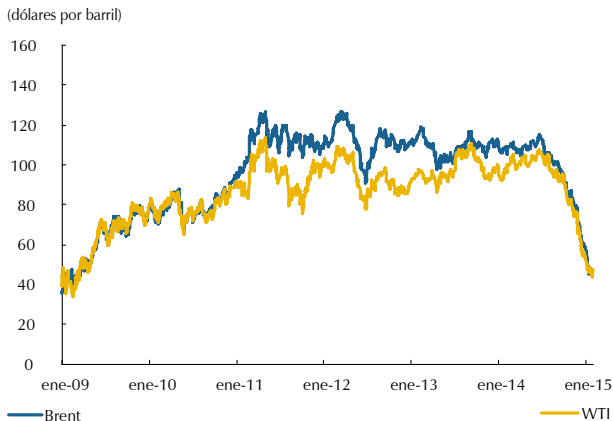
Gráfico 4
Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina



Fuente: Datastream.

Adicional al choque externo, que es común para los países de la región, algunos otros factores idiosincrásicos ayudan a explicar el bajo crecimiento durante 2014. En Perú, por ejemplo, se observó un menor gasto de los gobiernos locales, mientras que el sector de la pesca, que tiene importantes encadenamientos productivos con la industria, se ha visto afectado por el fenómeno de El Niño. Entretanto, en Brasil la incertidumbre generada por la necesidad de consolidar la situación fiscal explica, en parte, la modesta expansión de esta economía. Finalmente, cabe destacar el caso de Venezuela, donde la fuerte caída en los precios

Gráfico 5
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

del petróleo ha acentuado el retroceso de la actividad real en un contexto de inflación elevada.

2. Precios de productos básicos, inflación y política monetaria

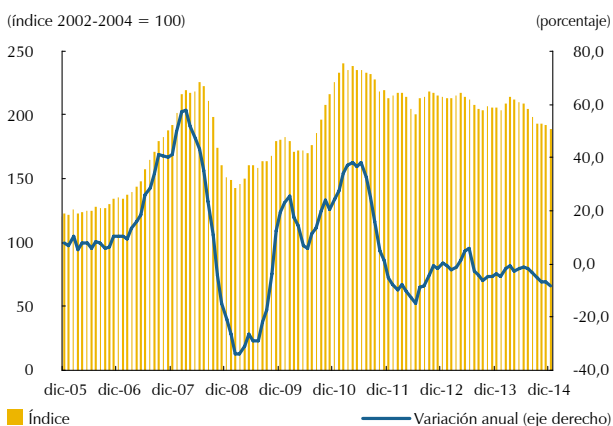
En los últimos meses la principal noticia para Colombia provino del desplome en el precio del petróleo que, con cifras a enero, cayó alrededor de 58% desde su valor más alto en junio de 2014 (USD 115,4 por barril) (Gráfico 5). Como consecuencia, el precio promedio para todo el año se ubicó significativamente por debajo de lo esperado en el *Informe sobre Inflación* anterior.

Una parte importante de esta caída sería de carácter permanente, pues responde a una expansión perdurable de la oferta mundial de crudo. La debilidad del crecimiento global y de la demanda de crudo ha reforzado este fenómeno (véase Recuadro 1, pp. 33-37).

En el caso de la cotización internacional del carbón, también se observaron importantes reducciones en los últimos meses, resultantes de una menor demanda por esta materia prima. Lo anterior es consecuencia, principalmente, de la desaceleración de la actividad económica mundial y de los menores precios del petróleo, lo cual facilita su sustitución.

Los precios internacionales de café, por su parte, se redujeron alrededor de 13% con respecto a los niveles relativamente elevados que se habían observado en el tercer trimestre de 2014. Las perspectivas de una mayor oferta, como consecuencia de la desaparición de factores climáticos que habían afectado la producción en Brasil, explican gran parte de la caída del precio que se ha registrado en los últimos meses.

Gráfico 6
Precios internacionales de los alimentos



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

En cuanto a las cotizaciones internacionales de los alimentos, en el cuarto trimestre se prolongaron los descensos que se iniciaron tres meses atrás, lo que se reflejó en una mayor contracción anual del índice de precios de los alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés) (Gráfico 6). También, en este caso, la tendencia decreciente sería el resultado de una amplia oferta mundial, lo cual ha permitido que se observen importantes incrementos en los inventarios. En este comportamiento incide igualmente el menor precio del petróleo, puesto que reduce los costos de transporte y de algunos insumos necesarios para la producción de estos bienes, al igual que favorece la sustitución de combustibles de origen vegetal por aquellos derivados del petróleo.

Gráfico 7
Índice de términos de intercambio de Colombia
(metodología comercio)



Nota: Para mayor información sobre la metodología empleada, véase el Recuadro 2 del Informe sobre Inflación de septiembre de 2013.
Fuente: Banco de la República.

Los términos de intercambio del país, con cifras a noviembre, y de acuerdo con la metodología de comercio³ (Gráfico 7), muestran una clara tendencia a la baja como consecuencia de la destorcida en la cotización del crudo. Puesto que en diciembre y en las primeras semanas de enero se siguieron registrando caídas en los precios de los bienes básicos exportados por Colombia, se estima que este indicador habría descendido aún más.

Las menores cotizaciones de los bienes básicos explican gran parte de las reducciones observadas en el índice de precios al consumidor de los países desarrollados durante los últimos meses. El caso más evidente es el de la zona del euro, donde la inflación anual se ubicó en terreno negativo en enero (-0,6%), con una caída importante con respecto al dato de septiembre (0,3%).

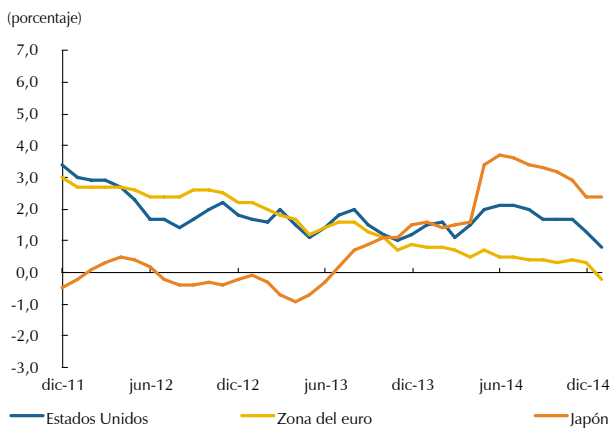
Entretanto, la inflación anual, excluyendo alimentos y combustibles, cayó en menor medida (20 puntos básicos [pb]) y registró 0,6%.

Por su parte, en los Estados Unidos la inflación anual se redujo de forma importante en el último mes del año anterior y se ubicó en 0,8%, mientras que las medidas de inflación básica se han mantenido relativamente estables. De forma similar, el deflactor del consumo, la medida que sigue más de cerca la Reserva Federal de los

Estados Unidos (Fed), en el cuarto trimestre también exhibió una variación anual menor a la observada tres meses atrás (de 1,4% a 0,7%) y continúa por debajo de la meta de largo plazo del banco central (2,0%). Finalmente, en Japón la inflación anual también se redujo, aunque se mantuvo en niveles elevados gracias al alza en el impuesto al consumo que empezó a regir a partir de abril (Gráfico 8).

En cuanto a la política monetaria, la Fed mantuvo su tasa de intervención en 0,25% y no se anticipan alzas antes del segundo semestre del presente año. En la zona del euro la deflación y el débil comportamiento de la economía llevaron al Banco Central Europeo (BCE) a tomar medidas adicionales de estímulo. De esta forma, en su reunión de enero anunció un incremento de EUR50 mil millones (mm) mensuales a su

Gráfico 8
Inflación anual para algunos países desarrollados



Fuente: Bloomberg.

3 La medida de términos de intercambio según la metodología de comercio utiliza como fuente los registros administrativos de exportaciones e importaciones (fuente DIAN-DANE). Siguiendo las recomendaciones internacionales (relacionadas con la volatilidad de las series, homogeneización de los valores unitarios, entre otras), se calculan los precios implícitos para cada partida arancelaria y, posteriormente, se ponderan en un índice de precios tipo Paasche encadenado.

El BCE incrementó el monto de su programa de compra de activos financieros e incluyó a los bonos soberanos. Este programa, como mínimo, se extendería hasta septiembre de 2016.

programa de compra de activos financieros, e incluyó a los bonos soberanos dentro de los títulos elegibles. Este programa, como mínimo, se extendería hasta septiembre de 2016.

En las economías de América Latina el panorama inflacionario y las respuestas de política monetaria han sido heterogéneos. Por un lado, en Brasil, tanto la inflación, como las expectativas se mantuvieron por encima del rango objetivo del banco central, por lo que en su reunión de enero decidió incrementar, por tercera vez desde septiembre, su tasa de referencia, para un acumulado de 125 pb, ubicándola así en 12,25%. Entretanto, en Chile se han moderado las presiones al alza sobre los precios que habían surgido a comienzos del año pasado, principalmente por la depreciación del peso chileno. Lo anterior, junto con unas expectativas de inflación ancladas alrededor de la meta del banco central y una economía que continúa débil, permitió que la autoridad monetaria mantuviera su tasa de interés en 3,0%, tras las reducciones que se observaron en el trimestre anterior. En Perú han desaparecido algunos de los choques de oferta que mantuvieron elevada la inflación durante la primera mitad de 2014, permitiendo una reducción de este indicador en el cuarto trimestre. Gracias a ello, y dada la pérdida de dinamismo de la actividad real durante el año, el Banco Central de Reserva del Perú continuó reduciendo su tasa de interés, pasando de 4,0% en junio a 3,25% en enero. Adicionalmente, entre octubre y enero de 2015 la autoridad monetaria peruana ha realizado ventas netas de moneda extranjera por aproximadamente USD 4.600 m.

Finalmente, para las economías emergentes de Asia la inflación anual se redujo en China, Corea, India y Taiwán. De esta forma, el Banco Central de la India redujo su tasa de intervención en 25 pb a 7,75%, mientras que el Banco Central de China también adoptó una postura más expansiva, al reducir la tasa de interés de referencia de 6,0% a 5,6%.

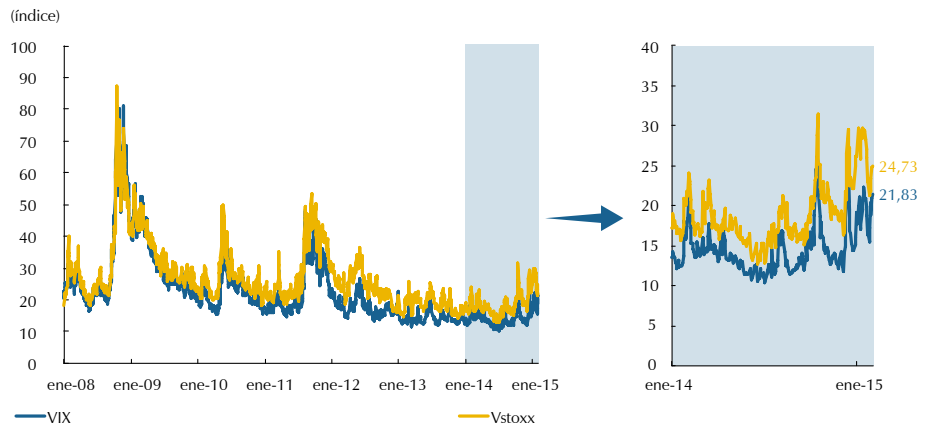
3. Mercados financieros

En cuanto a los mercados financieros internacionales, los índices de volatilidad se mantuvieron elevados durante gran parte del cuarto trimestre, en un contexto de mayor aversión al riesgo (Gráfico 9). Lo anterior se explica por un aumento de la incertidumbre con respecto a las decisiones adicionales de política monetaria que pudiera tomar el BCE, ante los posibles efectos de los resultados de las elecciones griegas en la sostenibilidad fiscal de este país y frente a la caída generalizada de los precios de los bienes básicos que ha afectado a los países exportadores de estos recursos.

En los Estados Unidos las tasas de los bonos de diez años continuaron reduciéndose en los últimos meses y se mantuvieron por debajo de los niveles observados en diciembre de 2013, cuando inició el desmonte del programa de compras de activos por parte de la Fed (Gráfico 10). Dado que las tasas de corto plazo exhibieron una caída menos pronunciada que las de largo plazo, se observó un aplanamiento de la curva de rendimientos, que es consistente

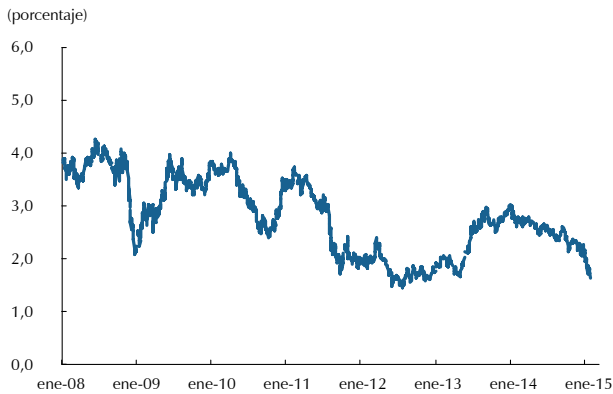
Los índices de volatilidad financiera se mantuvieron relativamente elevados durante gran parte del cuarto trimestre, en un contexto de mayor aversión al riesgo global.

Gráfico 9
Índices de volatilidad financiera



Fuente: Bloomberg.

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

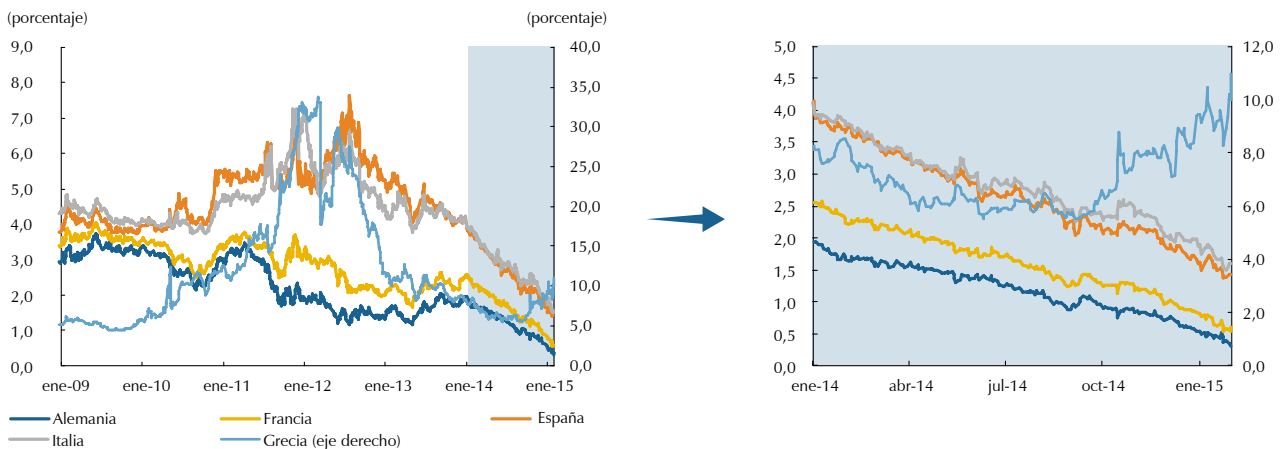


Fuente: Bloomberg.

con el hecho de que los agentes en los mercados financieros están previendo una postergación del incremento de tasas en esta economía hasta el último trimestre de 2015.

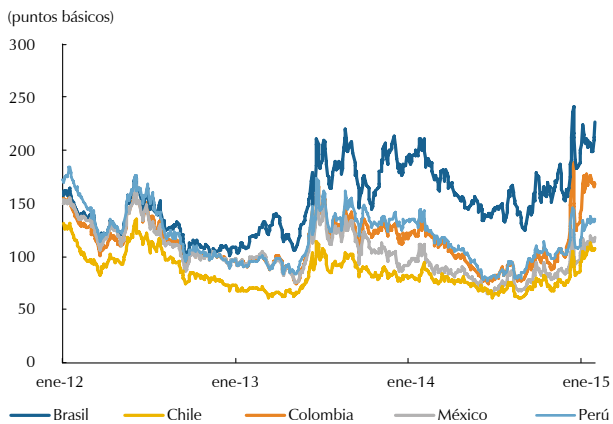
En la zona del euro las tasas de los bonos soberanos de diez años se mantuvieron en niveles bajos para Alemania, España, Italia y Francia, pese a que las de Grecia exhibieron incrementos (Gráfico 11). En el caso de este último país, el alza estuvo explicada por las elecciones extraordinarias que se convocaron para enero de 2015 y en las que fue elegido el partido Syriza, el cual se opone abiertamente a los planes de austeridad que habían sido adoptados por este país en

Gráfico 11
Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de algunos países de la zona del euro



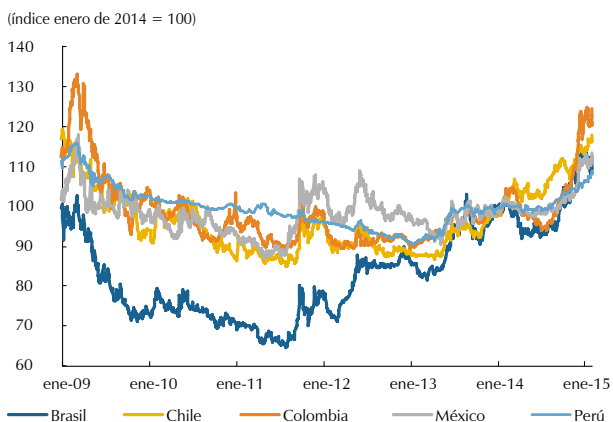
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 13
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

2012. Lo anterior ha generado dudas en los mercados financieros sobre la sostenibilidad fiscal en este país. Sin embargo, hasta el momento no se ha observado un contagio a los demás países de Europa que, por el contrario, mostraron menores costos de financiamiento gracias a los anuncios de relajamiento cuantitativo por parte del Banco Central Europeo.

En el caso de América Latina, las primas de riesgo se incrementaron durante el cuarto trimestre, como consecuencia de los menores precios de los bienes básicos exportados por los países de la región, de la debilidad económica y de la mayor aversión al riesgo mundial. De esta forma, los *credit default swaps* (CDS) a cinco años se ubicaron por encima de lo observado durante el tercer trimestre, alcanzando niveles que no se registraban desde 2011 (Gráfico 12). Por su parte, las monedas latinoamericanas continuaron depreciándose de manera importante entre octubre y enero de 2015 frente a lo observado a comienzos del año anterior. Con respecto a septiembre de 2014, las monedas de Colombia y México fueron las que más se debilitaron, con depreciaciones de 20,5% y 11,5%, respectivamente (Gráfico 13).

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Los pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Colombia fueron revisados a la baja con respecto a lo estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. Esto obedece al posible efecto que tengan los

menores precios de los bienes básicos en algunas economías de América Latina exportadoras de materias primas y a la mayor debilidad observada en la zona del euro. Así, se proyecta que la expansión económica de los principales socios comerciales del país (ponderada por comercio no tradicional) sea de 1,7% para 2014 y de 2,0% para el presente año, lo cual es inferior a lo esperado tres meses atrás, cuando se anticipaban tasas de 2,0% y 2,6%, respectivamente (Cuadro 1). Sin embargo, cabe resaltar que se espera un mayor crecimiento para la mayoría de países durante 2015 respecto a las tasas observadas el año anterior.

Por países, en los Estados Unidos el buen desempeño en el cuarto trimestre fue afín con lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. Sin embargo, las revisiones de las cifras de crecimiento del PIB para el tercer trimestre del

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2013	Proyecciones para 2014			Proyecciones para 2015		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos	2,2	2,3	2,4	2,5	2,4	3,0	3,6
Zona del euro	(0,5)	0,7	0,8	0,9	0,2	0,9	1,6
Venezuela	1,3	(5,0)	(4,0)	(3,0)	(6,0)	(4,0)	(2,0)
Ecuador	4,5	3,4	3,8	4,2	2,0	3,0	4,0
China	7,8	7,2	7,3	7,4	6,4	7,0	7,5
Otros socios							
Brasil	2,5	(0,1)	0,1	0,2	0,0	0,7	1,2
Perú	5,8	2,6	2,8	3,0	3,0	4,7	5,5
México	1,4	2,0	2,2	2,4	2,3	3,3	4,0
Chile	4,1	1,5	1,7	1,9	2,5	3,0	3,5
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	3,0	1,4	1,7	2,0	1,1	2,0	2,8
Países desarrollados^{a/}	1,3		1,8			2,4	
Países emergentes y en desarrollo^{a/}	4,7		4,4			4,3	
Total mundial^{a/}	3,3		3,3			3,5	

a/ Pronósticos FMI a enero de 2015.
Fuente: cálculos Banco de la República.

año, desde 3,5% t. a. hasta 5,0% t. a., permitieron incrementar el pronóstico de expansión anual para todo 2014 de 2,1% a 2,4%⁴.

En cuanto a 2015, se espera que los menores precios del petróleo den un impulso adicional al ingreso disponible de los hogares, con lo cual el consumo de los Estados Unidos debería continuar creciendo a tasas relativamente altas, consolidándose como el principal motor de su economía. Adicionalmente, la inversión distinta a la del sector petrolero se mantendría en niveles favorables. De esta forma, continuaría la eliminación de los excesos de capacidad que aún persisten en el mercado laboral. Dada la menor demanda global y la apreciación del dólar frente a las principales monedas, el comercio exterior aportaría poco a la expansión de la actividad real. En este contexto, el pronóstico para todo 2015 sería de 3,0%.

4 La información de crecimiento de los Estados Unidos para el cuarto trimestre no estaba disponible cuando se hicieron las proyecciones.

La Fed incrementaría su tasa de referencia durante el segundo semestre de 2015. Sin embargo, las alzas serían graduales por la baja inflación.

Las anteriores proyecciones suponen que, en materia de política monetaria, la Fed incrementaría su tasa de referencia durante el segundo semestre de 2015. Sin embargo, las alzas serían más graduales que las que se anticipaban en el *Informe sobre Inflación* anterior, como consecuencia de que la inflación se mantendría baja gracias a la mayor fortaleza del dólar y a los menores precios de los bienes básicos. Se espera que el retiro paulatino del estímulo monetario no genere aumentos significativos en la volatilidad de los mercados financieros y que se transmita correctamente a las tasas del mercado.

Para el caso de la zona del euro, el crecimiento ha sido poco, tal y como se esperaba en el *Informe sobre Inflación* anterior. A esto se suma un importante deterioro de la confianza de los empresarios y de los hogares en los últimos meses, lo cual reduce las perspectivas de observar una expansión positiva relevante para la última parte de 2014. Las operaciones de refinanciamiento de largo plazo y las compras de bonos por parte del BCE no habrían tenido efectos importantes durante el último trimestre. De esta forma, se mantuvo el pronóstico para todo 2014 en 0,8%.

Para 2015 los menores precios de los combustibles favorecerían en alguna medida el consumo de los hogares. Sin embargo, dadas las mayores rigideces de este precio en Europa y su menor dependencia del petróleo, el efecto positivo sería más bajo que en los Estados Unidos. Por su parte, las acciones que ha tomado el BCE a comienzos del año permitirían una depreciación del euro con respecto al dólar y a la libra, lo cual daría un impulso adicional al comercio externo de la región. De acuerdo con algunos analistas, el programa de relajamiento cuantitativo podría no tener un efecto importante sobre el canal del crédito de la región, como consecuencia del alto nivel de apalancamiento. De igual forma, algunos países, como Francia e Italia, seguirían estancados por cuenta de los problemas estructurales de competitividad que aún enfrentan. En este contexto, para 2015 se proyecta un crecimiento de 0,9%.

En China la actividad real se seguiría desacelerando durante 2015, a medida que sigue la liberalización de los mercados financieros y continúa el rebalanceo hacia una economía soportada por el consumo privado. En este contexto, se espera que la inversión en activos fijos y el crédito sigan reduciendo paulatinamente el dinamismo que han exhibido en años anteriores y efectúen un menor aporte al crecimiento. Sin embargo, la moderación de la expansión sería gradual, gracias a que el gobierno y el banco central seguirían brindando estímulo durante el año y a que los menores precios de los bienes básicos ayudarían a reducir los costos de producción.

Para 2015 la economía china continuaría desacelerándose. En contraste, se espera que la mayoría de economías de América Latina exhiban alguna recuperación, aunque en menor grado que lo previsto hace tres meses.

En América Latina se espera un comportamiento heterogéneo entre países para 2015. Por un lado, Perú y Chile exhibirían alguna recuperación, como consecuencia del menor precio del petróleo y del estímulo que se espera efectúe el sector público. De forma similar, México se vería favorecido por la mayor dinámica de la economía estadounidense. En contraste, la recuperación de la economía de Brasil sería débil ante la consolidación fiscal que se daría en este país y los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores. Entretanto, Venezuela se seguiría

Los pronósticos de los precios de los bienes básicos exportados por Colombia, especialmente los del petróleo, se revisaron a la baja tras las caídas observadas en los últimos meses.

contrayendo a causa de los problemas estructurales que enfrenta, los cuales se han intensificado con los bajos precios internacionales del petróleo.

Con respecto a las materias primas, la debilidad de la demanda mundial, especialmente por parte de China y de la zona del euro, continuaría presionando a la baja los precios de los bienes básicos. En el caso del petróleo, no se espera que los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) reduzcan su oferta buscando preservar su participación en el mercado. Por tanto, los precios se mantendrían en los niveles actuales en la primera parte del año, forzando así una disminución de la inversión y de la producción de los yacimientos no convencionales, con costos marginales más elevados, hacia el segundo semestre de 2015. De esta forma, se observaría un incremento de los precios en la segunda mitad del año, aunque muy por debajo de los niveles que se presentaron en años anteriores. En este contexto, el precio promedio en 2015 sería de USD 50 por barril, el cual sería significativamente inferior a los USD 95 que se esperaban en el *Informe sobre Inflación* anterior (Recuadro 1).

Para los precios de los demás bienes básicos exportados por Colombia se prevén mayores caídas. Por un lado, los precios del carbón seguirían reduciéndose, como consecuencia de una sustitución mundial de este mineral por gas natural o por derivados de petróleo para la generación de energía. Por otro, la cotización del café sería menor a la observada en promedio durante 2014, explicada por la recuperación de la producción en Brasil y por la oferta en los países asiáticos, la cual se mantendría elevada (Cuadro 2).

Al igual que en trimestres anteriores, el escenario central continúa mostrando riesgos no despreciables a la baja, que son en la actualidad mayores que los evaluados hace tres meses. En esta ocasión, el principal riesgo proviene de una posible subestimación del impacto de la caída de los precios de los bienes básicos sobre las economías emergentes exportadoras de estos recursos. En este caso, podría observarse un contagio entre países por medio de los mercados financieros, con potenciales efectos negativos sobre la confianza de los agentes y el crecimiento mundial.

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

Principales productos	2014	Proyecciones para 2015		
		Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock; dólares por libra)	1,97	1,60	1,85	2,10
Petróleo Brent (dólares por barril)	99,2	35,0	50,0	65,0
Carbón (dólares por tonelada)	75,2	50,0	58,0	65,0
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	16.898	13.465	15.484	17.504
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.266	1.250	1.150	1.050

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.

Persiste el riesgo de que la zona del euro entre en una espiral deflacionaria, con consecuencias significativas para su crecimiento económico.

Otro riesgo importante proviene de la posibilidad de que la zona del euro entre en una espiral deflacionaria que afecte negativamente los balances de los agentes con un alto nivel de deuda y que postergue las decisiones de consumo e inversión. Igualmente, se puede presentar un incremento significativo de la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal de Grecia que resulte en un aumento mayor de los costos de financiamiento de esta economía e, incluso, en un escenario extremo, puede generar una posible salida de Grecia de la zona del euro. Esta situación se contagiaría a otras economías de la región e incidiría negativamente en la confianza.

Finalmente, la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos podría tener efectos adversos sobre los mercados financieros y la confianza mundial de empresarios y hogares. Esto afectaría las decisiones de consumo e inversión, al igual que los flujos de capitales hacia los mercados emergentes.

B. BALANZA DE PAGOS

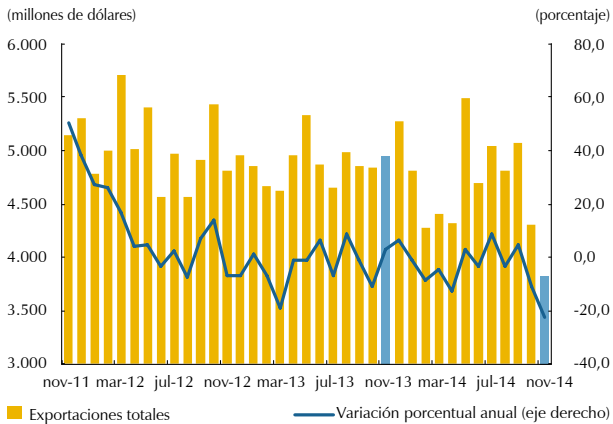
1. Resultados al tercer trimestre

El déficit en la cuenta corriente para el acumulado de los tres primeros trimestres de 2014 se situó en 4,6% del PIB (USD 12.855 m), superior al observado en el mismo período del año anterior (3,3% del PIB, USD 9.210 m). Esta ampliación evidencia el deterioro del balance externo del país, resultado principalmente de: la fuerte caída en el precio del petróleo, los choques de oferta registrados para el sector carbonífero y los productos refinados del petróleo durante el año y del dinamismo de las importaciones. En este sentido, el balance comercial de bienes del país registra un déficit acumulado a septiembre de USD 1.340 m, en contraste con el superávit registrado al tercer trimestre de 2013. Lo anterior es producto de una disminución de las exportaciones totales de 1,1% anual al tercer trimestre de 2014, frente a un crecimiento de las importaciones de 7,8% en el mismo período. El resultado de la balanza comercial estuvo acompañado por una ligera ampliación del déficit de servicios, presionado en particular por los egresos netos de viajes y transporte, y por menores ingresos netos de transferencias corrientes, en particular asociados con la fuerte disminución de las remesas provenientes de Venezuela. Por otra parte, los egresos netos por renta de factores siguen registrando una reducción con relación a lo observado en 2013, dada una menor remisión de utilidades de las inversiones directas en el país, en especial aquellas asociadas con el sector minero-energético.

El deterioro del balance externo en 2014 estuvo relacionado con la caída en el precio del petróleo, los choques de oferta en carbón y refinados y el dinamismo de las importaciones.

Entre enero y septiembre de 2014 el déficit en cuenta corriente estuvo financiado por ingresos netos en la cuenta de capital y financiera por USD 12.789 m (4,5% del PIB) mayor a lo observado un año atrás (USD 8.480 m, correspondiente a 3,1% del PIB). A septiembre la inversión extranjera de cartera fue la principal fuente de recursos de financiación, con entradas netas por USD 10.934 m. Lo anterior es reflejo de un crecimiento significativo de los flujos hacia el mercado de deuda pública local (efecto del rebalanceo del índice de deuda pública de emergentes de JP Morgan) y la colocación de bonos en los mercados internacionales por parte

Gráfico 14
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

del sector público. En términos netos, esto fue parcialmente compensado por la constitución de activos externos de portafolio por parte del sector privado. Por su parte, a septiembre de 2014 la inversión extranjera directa (IED) registró una reducción del 4,8% con respecto al mismo período del año anterior. Esta contracción refleja una fuerte caída anual en la inversión directa del tercer trimestre en algunos sectores como el de minas y canteras (-80,2%), manufacturas (-53,8%), transporte, almacenamiento y telecomunicaciones (-18,7%), entre otros. Adicionalmente, durante el tercer trimestre del año se registraron fuertes salidas de recursos de otra inversión, principalmente dirigidas a la constitución de activos en depósitos en el exterior. A septiembre de 2014 el total de otras inversiones acumula egresos netos por USD 3.725 m,

frente a ingresos netos de USD 1.114 m observados un año atrás para el mismo período. Cabe señalar que solo para el tercer trimestre de 2014 el déficit en cuenta corriente alcanzó un 5,0% del PIB (USD 4.976 m), superior al del mismo período del año anterior (3,9% del PIB: USD 3.663 m).

2. Pronósticos

Para el último trimestre del año se estima que el déficit en la balanza comercial habría continuado ampliándose, con mayores afectaciones en las ventas externas por la aceleración en la caída del precio del petróleo en los últimos meses. La información disponible de comercio exterior de bienes para el bimestre octubre-noviembre de 2014 registra un déficit comercial adicional por un valor de USD 2.568 m. En dicho período las exportaciones totales en dólares cayeron en un 16,9% con respecto al año anterior (Gráfico 14), reflejo de una reducción importante en el valor exportado del petróleo y sus derivados, y en general de los productos de origen minero. Por el contrario, el valor de las importaciones FOB (free on board)⁵ continuó con un ritmo dinámico de crecimiento durante dicho bimestre, registrando un aumento en términos anuales de 8,0% (Gráfico 15), lo cual aumenta el déficit comercial hasta ahora observado (véase el sombreado, pp. 28).

Los resultados negativos del balance comercial se podrían ver parcialmente compensados por menores egresos de la renta de factores del sector minero-energético, que continuarían reduciéndose de la mano de los menores ingresos del sector. Por otra parte, se estima que los ingresos netos por transferencias corrientes podrían

La información observada durante el cuarto trimestre de 2014 muestra que el déficit en el balance comercial continuó ampliándose.

5 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 durante octubre y noviembre de 2014 fue de USD 5.601 m, lo que representa un crecimiento de 7,9% anual.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES PARA EL TERCER Y PARTE DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2014

Durante el tercer trimestre de 2014 se registró un aumento de las exportaciones totales de 3,1% con respecto al mismo período del año anterior. Ello obedeció a mayores ventas externas de bienes de origen agrícola e industrial, las cuales crecieron en 21,5% y 7,2% anual, respectivamente. En el primer grupo las ventas externas se vieron favorecidas por un importante crecimiento del volumen exportado de banano y mayores precios de venta para el café. En cuanto a las exportaciones industriales, estas se vieron favorecidas especialmente por mayores ventas de alimentos, bebidas y productos químicos. Cabe mencionar que las exportaciones industriales aumentaron hacia todos los destinos, en especial hacia Venezuela, donde se registró un crecimiento de 16,7% anual para el tercer trimestre. Por su parte, los bienes de origen minero registraron una variación de 0,3% anual, producto de los resultados positivos para bienes como el carbón y el ferroníquel, que compensaron las caídas en las ventas externas de refinados¹ y oro. El petróleo registró aumentos en sus volúmenes exportados, que fueron contrarrestados por la reducción en su precio de venta, lo que redundó en un valor exportado similar al del mismo período de un año atrás.

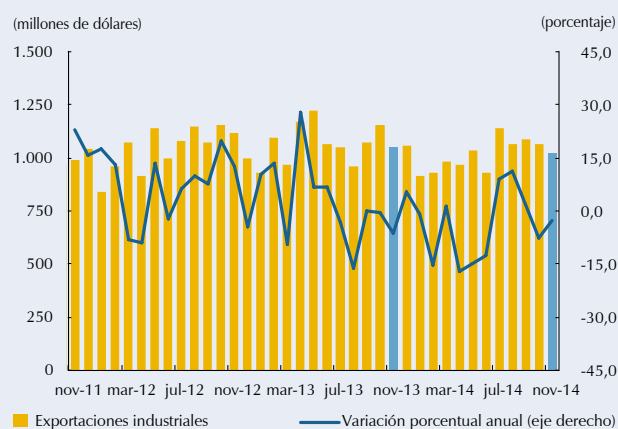
Durante el mismo lapso, las importaciones crecieron 10,4% anual, impulsadas principalmente por las compras externas de bienes de consumo (17,4% anual) y, en menor medida, por las importaciones de bienes de capital (14,5% anual). Las compras externas de bienes intermedios también mostraron un crecimiento durante este período, aunque más moderado que el de los demás tipos de bienes (4,0% anual).

Durante el bimestre octubre-noviembre de 2014 las exportaciones en dólares mostraron una fuerte caída (-24,4%), atribuible a una reducción generalizada de las ventas externas de origen minero, en especial del petróleo y sus derivados (-23% y -55,7%, respectivamente). Lo anterior estuvo asociado con la fuerte descolgada en el precio internacional del crudo. Igualmente, se observaron disminuciones de las exportaciones de carbón (10,2%), ferroníquel (-0,2%) y oro (-17,6%).

Con relación a las exportaciones industriales², entre octubre y noviembre se observó una disminución de las ventas ex-

ternas de estos productos de 5,4% (Gráfico A). Lo anterior refleja una reducción de las exportaciones no tradicionales hacia todos los destinos, excepto hacia los Estados Unidos, donde se registró un crecimiento de 9,7% anual (Gráfico B). Las ventas a este destino ascienden en el bimestre a USD 278 m, representando el 13,3% de dichas ventas durante este período.

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



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

Por su parte, las exportaciones de bienes de origen agrícola registraron un aumento de 24,9% anual durante dicho bimestre, en el cual se vieron favorecidas las ventas externas de café y flores, con crecimientos de 60,9% y 11,2% en su orden. Por el contrario, las exportaciones de banano cayeron 40,4% durante este período.

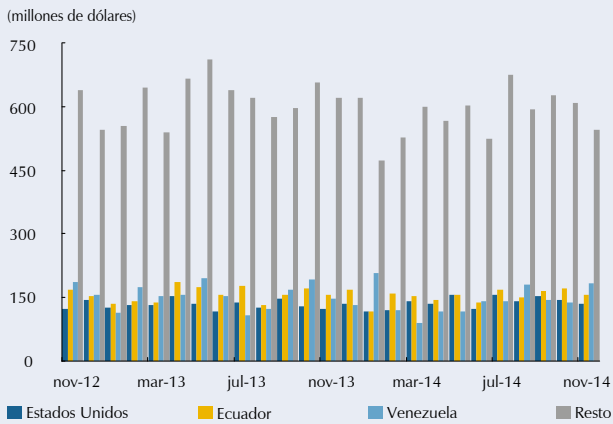
En este mismo lapso las importaciones FOB en dólares reportaron un crecimiento anual de 8,0%. Este incremento se debe principalmente a las mayores compras externas de bienes de capital, las cuales aumentaron 18,0% anual, impulsadas por un incremento de 49% en equipo de transporte. A lo anterior se sumó la variación positiva de las importaciones de bienes intermedios y de consumo de 1,1% y 6,5% anual, respectivamente (Gráfico C).

1 La disminución en las exportaciones de derivados del petróleo se explican, en parte, por el cierre de la Refinería de Cartagena a principios de 2014.

2 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores; y representan el 26%

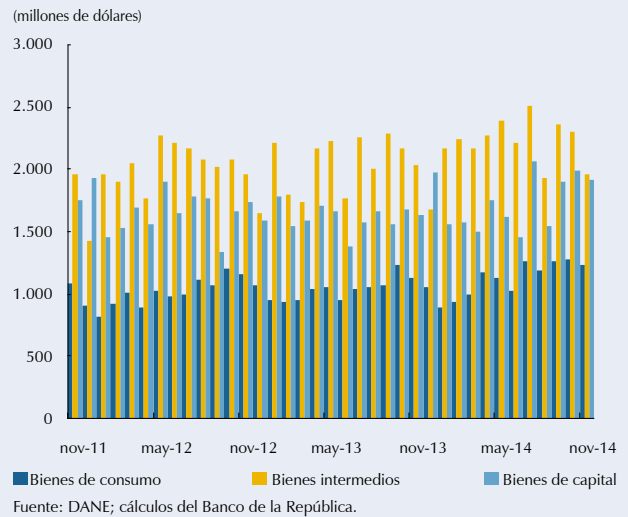
del total exportado en dicho período. Las exportaciones industriales representan el 96% de este grupo.

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



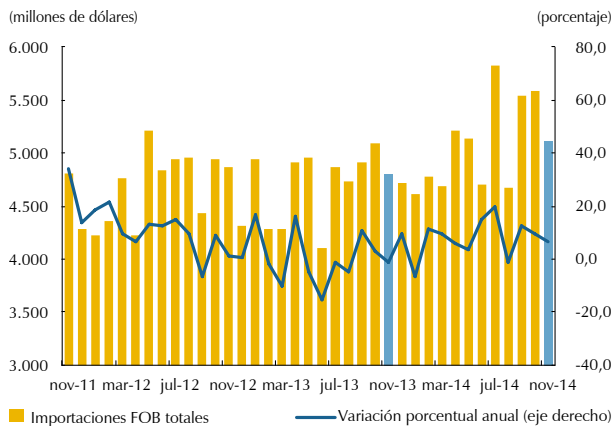
a/ No considera café, derivados del petróleo, ferróniquel, oro, banano ni flores.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico C
Importaciones por tipo de bienes (FOB)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15
Importaciones FOB totales (mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

mejorar levemente en la última parte del año frente a los trimestres anteriores, impulsados por la recuperación de las economías de los Estados Unidos y España.

La información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria⁶ señala que durante el último trimestre de 2014 los flujos de IED habrían disminuido frente a los observados en el mismo período del año anterior y con relación al tercer trimestre. Por su parte, durante los últimos meses del año se siguieron registrando flujos de inversión extranjera de portafolio en el país, que aunque menores a los montos observados durante el período de ajuste gradual del índice de deuda pública de emergentes de JP Morgan, resultan significativamente mayores a los observados un año atrás.

De acuerdo con lo anterior y con los resultados esperados para el comercio, para todo 2014 se estima que el déficit en la cuenta corriente se habría ubicado entre 4,8% y 5,2% del PIB, con un resultado más probable alrededor del 5%. Este valor es superior al observado para 2013 (3,3% del PIB) (Cuadro 3).

⁶ 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 ofrecen alguna idea de su tendencia.

Cuadro 3
Balanza de pagos
Flujos anuales

	2010	2011	2012 (pr)	2013 (pr)	2014 (proy)
	(millones de dólares)				
Cuenta corriente (A + B + C)	(8.666)	(9.713)	(11.298)	(12.511)	(19.132)
Porcentaje del PIB	(3,0)	(2,9)	(3,1)	(3,3)	(5,0)
A. Bienes y servicios	(1.887)	950	(843)	(2.748)	(10.262)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(11.227)	(15.497)	(15.034)	(14.179)	(12.819)
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.448	4.834	4.579	4.416	3.949
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(8.921)	(8.844)	(11.264)	(11.744)	(19.066)
Porcentaje del PIB	(3,1)	(2,6)	(3,0)	(3,1)	(5,0)
A. Inversión directa (ii - i)	(947)	(6.228)	(15.646)	(8.547)	(11.319)
i. Extranjera en Colombia (IED)	6.430	14.648	15.039	16.199	14.754
ii. Colombiana en el exterior	5.483	8.420	-606	7.652	3.435
B. Inversión de cartera	(973)	(6.090)	(5.690)	(6.978)	(14.516)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(10.144)	(267)	4.665	(3.165)	2.476
D. Activos de reserva	3.142	3.742	5.406	6.946	4.293
Errores y omisiones	(255)	869	34	768	66

(pr): preliminar.

(proy): proyección.

Nota: los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del Manual de balanza de pagos, propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

Fuente: Banco de la República.

Para 2015, y a diferencia de informes anteriores, se consideraron diferentes escenarios de pronóstico de la balanza de pagos en torno a las condiciones y la disponibilidad de financiamiento externo para la economía local, las cuales han aumentado su incertidumbre en los últimos meses. En esta oportunidad esto determina la amplitud del rango de proyección del déficit en la cuenta corriente. En este sentido, manteniendo los principales supuestos centrales para el contexto externo presentados en la sección anterior, se plantearon tres escenarios para la evolución del balance corriente del país de acuerdo con diferentes estimaciones de la cuenta financiera.

En particular, para el escenario central se espera que los flujos de capital sean algo menores que los previstos para 2014, debido a una disminución de los recursos de IED y a menores entradas por inversión extranjera de cartera, como se explica en detalle más adelante.

En este entorno, se espera una corrección del déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB. Este pronóstico incorpora el efecto que tiene la caída en el precio del petróleo en las diferentes cuentas del balance externo, así: i) se estima

Para 2015 se estima que los flujos de capital sean algo menores que los previstos para el año anterior, lo que supone una ligera corrección del déficit en la cuenta corriente.

que el déficit en el comercio de bienes se ampliaría debido a una fuerte contracción de las exportaciones tradicionales, algo que será compensado parcialmente por la recuperación de las ventas externas de productos no tradicionales y por una importante reducción de las importaciones; ii) se proyecta una disminución en el déficit del comercio de servicios, y iii) se espera una contracción en los egresos netos por renta de factores, como resultado de una menor remisión de utilidades del sector minero-energético ante la caída de sus ingresos operacionales.

El desempeño de las ventas externas estaría afectado fundamentalmente por las menores previsiones para los precios internacionales del petróleo y del carbón, más que por un deterioro importante de las cantidades exportadas de estos productos. Lo anterior estaría en parte compensado con las mejores perspectivas para los productos de origen agrícola y por la recuperación de una parte de las exportaciones de derivados del petróleo con la entrada en operación de Reficar al final del año. Además, se supone una ligera aceleración en el crecimiento de la demanda externa, explicada principalmente por los resultados esperados para la economía de los Estados Unidos, lo que, sumado a la depreciación esperada del peso colombiano, impulsaría las ventas externas de los productos no tradicionales. Cabe señalar que para los bienes básicos se estiman expansiones de los volúmenes exportados para todos los productos, consistentes con las proyecciones de crecimiento de su producción. En particular se supone una producción de petróleo alrededor de 1.020 miles de barriles diarios en promedio para 2015.

De esta forma, en el escenario central las exportaciones de los principales productos caerían cerca de 32% (en dólares), mientras las totales se contraerían alrededor de 21%. Por su parte, las importaciones (en dólares) registrarían una fuerte disminución frente a lo observado en 2014, comportamiento asociado con una fuerte caída en las importaciones de bienes de capital para la industria minero-energética, una demanda interna menos dinámica y la reducción generalizada de los precios internacionales en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios.

La IED en 2015 se proyecta en niveles menores a los de 2014, dado el recorte esperado en la inversión de las empresas del sector minero-energético y una moderación en las inversiones del resto de sectores frente a las menores perspectivas de la demanda interna.

En cuanto al financiamiento, en el escenario central se proyecta una inversión directa neta inferior a la observada el año anterior, producto en especial de menores recursos de IED para los sectores de petróleo y minería, así como una moderación de los flujos hacia otros sectores, resultado de la desaceleración estimada de la demanda interna. En particular, se supone una caída en la inversión dirigida al petróleo (cerca al 25%), consistente con algunos anuncios de las empresas del sector, relacionados con recortes en sus programas de inversión anual. Esto estaría, en parte, compensado por menores salidas de inversión colombiana en el exterior, frente a lo esperado en 2014. Por su parte, se prevé un menor financiamiento neto por recursos de inversión de cartera, comparado con el del año anterior, lo cual obedece a un menor flujo de capital extranjero hacia el mercado de deuda pública local y a una menor colocación de bonos en los mercados internacionales por parte del sector público no financiero. Lo anterior estaría parcialmente compensado por mayores recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos).

En esta oportunidad se amplió el tamaño del rango de pronóstico del déficit de la cuenta corriente para 2015, dada la mayor incertidumbre sobre la disponibilidad de financiamiento externo.

Para un escenario de mayor déficit en la cuenta corriente, se supone un acceso más amplio a fuentes de financiamiento en los mercados externos. Esto en un contexto de estabilidad de los diferenciales de las primas de riesgo y de los costos de financiación, y acompañado de una reacción moderada de la IED en los sectores diferentes al petrolero, permitiría soportar un déficit en la cuenta corriente similar o superior al esperado para 2014, consistente con una demanda interna que se vería levemente afectada por el choque petrolero. Por el contrario, un escenario de encarecimiento de los recursos externos, por la menor confianza en los mercados emergentes, podría conducir a un ajuste más fuerte en las cuentas externas y mayores restricciones al crecimiento de la demanda interna.

Dado lo anterior, se estima un rango de pronóstico para el déficit en la cuenta corriente en 2015 entre 3,3% y 5,5% del PIB, con un sesgo hacia la baja, debido al balance de riesgos que pesa sobre el contexto internacional.

Los pronósticos anteriores para los tres escenarios descritos se efectuaron teniendo en cuenta unos precios internacionales de materias primas exportadas por el país y un crecimiento de los socios comerciales, tal y como se considera en el escenario central presentado en la sección A de este capítulo. Sin embargo, como ya se ha señalado, la coyuntura actual también plantea riesgos adicionales tanto en el crecimiento mundial como en los precios de las materias primas. Dichos riesgos no fueron considerados dentro del rango de pronósticos de las cuentas externas en el presente informe, pero configuran un marco adicional de incertidumbre que podría afectar los pronósticos aquí presentados.

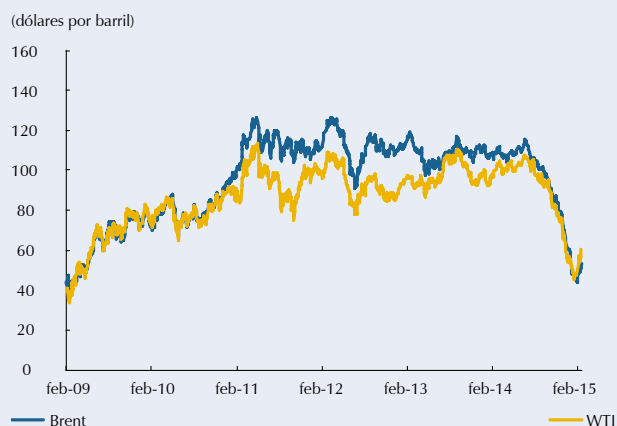
Recuadro 1 DETERMINANTES DE LA DISMINUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DEL PETRÓLEO, EVALUACIÓN DE PRONÓSTICOS Y PERSPECTIVAS*

Aarón Garavito
Juan Sebastian Rojas
Jhon Edwar Torres**

Desde comienzos de 2011 y hasta la primera mitad de 2014 la cotización del Brent se mantuvo relativamente estable, con un promedio de USD 110 por barril (bl). A partir de finales de junio de 2014, cuando alcanzó su máximo valor del año (USD 115,5 / bl), se registró un descenso hasta los USD 45,8 / bl a enero de 2015, lo que representó una disminución del 60%. A mediados de febrero el precio se recuperó de forma parcial (USD 61 / bl) (Gráfico R1.1). Esta reducción no fue anticipada, fue de magnitud considerable y se originó en una suma de factores que incluyen choques de demanda y oferta, y posibles reacciones en los mercados financieros.

En cuanto a la demanda mundial de petróleo, desde la segunda mitad de 2014 se observó un recorte en sus previsiones¹, asociado con las menores perspectivas de crecimiento

Gráfico R1.1
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



* Este Recuadro se elaboró con cifras a comienzos de febrero de 2015, más actuales que las utilizadas en el resto de este Informe.

** Los autores son en su orden, profesional especializado y profesionales del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Entre mediados de 2014 y comienzos de 2015 se redujo la proyección de la demanda mundial de crudo para todo 2015 de 94,1 millones de barriles diarios (mbd) a 93,3 mbd (IEA, 2014a y 2015).

mundial (IEA, 2014b). A esto se le suma que en la última década se ha intensificado la implementación de fuentes de energía alternativas y la eficiencia en el uso de combustibles (Kemp, 2015).

Según el Banco Mundial (2015), la apreciación del dólar es otro factor que puede afectar de forma negativa el precio del crudo, debido a que las expectativas de demanda por este bien pueden disminuir como resultado de la pérdida de poder adquisitivo de las monedas de los países compradores. De hecho, el dólar se apreció 9,7% desde que comenzó la caída del precio hasta que alcanzó su valor mínimo en enero de 2015.

Como señala Kilian (2014), desde 1973, e incluyendo el episodio de incremento sostenido entre 2003 y 2008, las fluctuaciones del precio real del petróleo han estado explicadas principalmente por choques de demanda. En el último episodio Hamilton (2014) atribuye cerca del 47% de la disminución del precio a factores de este tipo, mientras que Arezki y Blanchard (2014) sugieren que la reducción inesperada de la demanda podría haber explicado entre el 20% y 35% de dicha caída.

Por otra parte, en 2014 la oferta mundial de petróleo registró un crecimiento anual de 2,1%², cifra superior a la de la demanda (0,7%). A su vez, se espera que en 2015 la oferta se mantenga amplia. Lo anterior, sumado a las previsiones de menor demanda mundial, ha impactado a la baja las perspectivas de los agentes sobre el nivel de precios.

La mayor oferta mundial ha obedecido principalmente al incremento de la producción en los Estados Unidos desde 2011³, como resultado del aumento en la extracción de crudos no convencionales, impulsada por los altos precios del petróleo observados en años anteriores, los cuales permitieron cubrir los mayores costos asociados con el uso de tecnologías como el fracturamiento hidráulico y la perforación horizontal, utilizadas para la explotación de este tipo de recursos (Kemp, 2015).

2 La oferta mundial pasó de 91,4 mbd en 2013 a 93,3 mbd en 2014 y la demanda de 91,8 mbd a 92,4 mbd en el mismo período (IEA, 2015).

3 Mientras que la oferta mundial pasó de 88,6 mbd en 2011 a 93,3 mbd en 2014 (con un aumento de 4,7 mbd), la oferta de los Estados Unidos se incrementó en 3,1 mbd, al pasar de 5,6 mbd a 8,7 mbd en el mismo período (IEA, 2015; ISA, 2015).

En 2014 la amplitud de la oferta también se vio favorecida por la estabilidad de la producción en Rusia y en los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), pese a los conflictos internos en algunos de estos ⁴. En efecto, Libia registró una recuperación parcial de la producción, e Irak alcanzó niveles históricamente altos a finales de 2014, lo cual aportó al crecimiento de la oferta mundial (OPEC, 2015). Lo anterior fue contrario a las expectativas de posibles problemas de suministro que, al no concretarse, llevaron a una corrección de las expectativas de los precios (Banco Mundial, 2015).

Adicionalmente, en su reunión de finales de noviembre del año pasado la OPEP decidió mantener sus niveles de producción, pese a la caída de los precios observada hasta ese momento, lo cual modificó las expectativas de oferta futura de crudo y aportó a la disminución de su cotización (Arezki y Blanchard, 2014). Algunos analistas han planteado que los principales miembros de la OPEP implementaron una estrategia para mantener su participación en el mercado al no recortar su producción, e incluso reduciendo sus precios (IEA, 2015). Esto también buscaría afectar la oferta creciente de crudos no convencionales que, debido a sus mayores costos de extracción, pueden dejar de ser rentables a medida que el valor de venta disminuya (Arezki y Blanchard, 2015) y por ende las empresas presenten limitaciones en su flujo de caja y capacidad de endeudamiento (*The Economist*, 2014) para mantener los niveles de inversión.

Finalmente, los fondos de cobertura y otros agentes del mercado redujeron de manera significativa sus posiciones netas largas en futuros y opciones de crudo. Esto podría haber inducido presiones adicionales a la baja sobre la cotización del petróleo. Al respecto, Kolodziej y Kaufmann (2013) encuentran evidencia que soportaría la hipótesis de una relación de ajuste bidireccional entre las posiciones de los agentes y la cotización del petróleo.

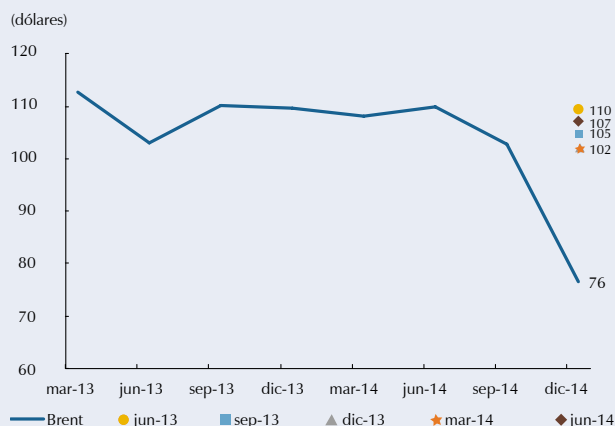
Análisis de pronósticos

La reciente disminución de los precios ha sido de una magnitud considerable y no anticipada. En efecto, los pronósticos de los analistas especializados y los contratos de futuros estuvieron ampliamente desfasados frente a lo efectivamente registrado a finales de 2014.

Como se muestra en los gráficos R1.2 y R1.3, tanto los analistas como los contratos de futuros esperaban desde junio de 2013 precios superiores a USD 100 / bl para finales de

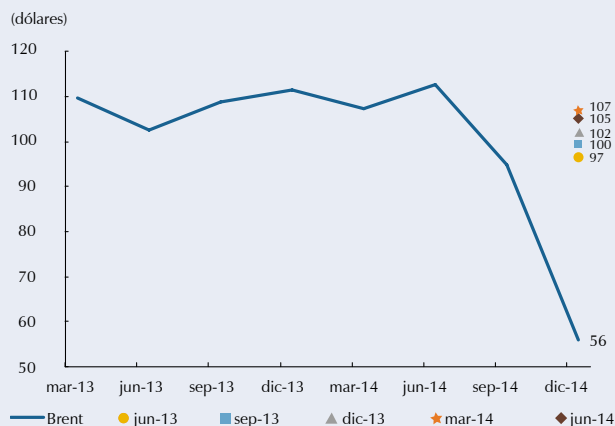
4 La oferta de la OPEP en 2014 se mantuvo por encima de los 30 mbd, cifra similar a la observada un año atrás. Rusia, otro productor importante de crudo, también mantuvo niveles significativos por encima de los 10 mbd (OPEC, 2015).

Gráfico R1.2
Precio del petróleo Brent observado y pronósticos desde seis trimestres atrás para el precio promedio del cuarto trimestre de 2014 (promedio del trimestre)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico R1.3
Precio del petróleo Brent observado y contratos de futuros desde seis trimestres atrás para diciembre de 2014 (último día del trimestre)



Fuente: Bloomberg.

2014⁵, manteniendo esta expectativa incluso en el segundo trimestre de 2014.

El análisis estadístico de error de pronóstico⁶ señala la existencia de un sesgo al alza en la proyección, y un aumento de

5 Los pronósticos de los analistas se refieren al promedio trimestral, y los contratos de futuros al fin de trimestre de la mediana de la encuesta de Bloomberg.

6 Se evalúa la capacidad de pronóstico de las proyecciones de los analistas del mercado (promedios trimestrales) y de los contratos de futuros (fin de trimestre). Se utilizan los datos trimestrales desde cinco períodos antes del cambio de tendencia y hasta los pasos adelante indicados en los cuadros. Lo

los errores de pronóstico una vez se tuvieron en cuenta principalmente las previsiones para finales de 2014, momento en el cual se acentuó el cambio de tendencia en los precios del crudo (cuadros R1.1 y R1.2).

Cuadro R1.1
Análisis de error de pronóstico para las proyecciones de los analistas del mercado (2013-2014)

Fecha	Pasos adelante	EPM	DAM (USD)	DPAM (porcentaje)	EEAM
Mar-13	5	-	3,04	2,85	3,22
Jun-13	5	-	2,60	2,47	4,67
Sep-13	5	-	8,13	9,73	4,42
Dic-13	5	-	7,74	9,09	4,21
Mar-14	4	-	8,77	10,57	2,98
Jun-14	2	-	18,95	23,56	1,45

Fuente: cálculos de los autores.

Cuadro R1.2
Análisis de error de pronóstico para los contratos de futuros (2013-2014)

Fecha	Pasos adelante	EPM	DAM (USD)	DPAM (porcentaje)	EEAM
Mar-13	5	+	4,04	3,73	4,07
Jun-13	5	+	5,57	5,11	6,07
Sep-13	5	+	8,50	7,78	5,64
Dic-13	5	-	12,70	19,95	3,82
Mar-14	4	-	17,63	27,73	3,39
Jun-14	2	-	30,91	50,86	1,59

Fuente: cálculos de los autores.

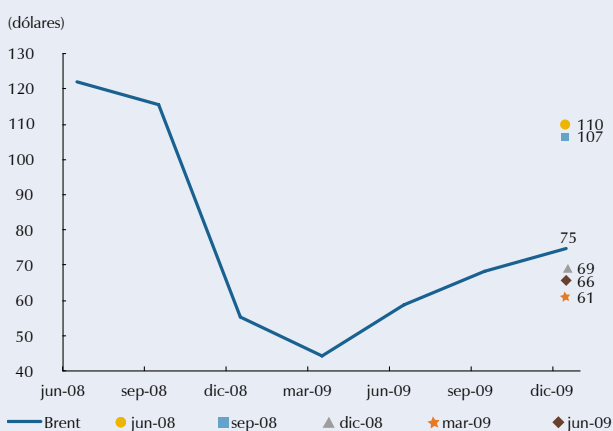
anterior, teniendo como referencia los períodos de caída del precio en el último trimestre de 2008 y 2014 y la recuperación parcial observada a finales de 2009. Se utilizan cuatro medidas estándar para este tipo de ejercicios: i) error de pronóstico medio (EPM), que indica si en promedio los errores de pronóstico estuvieron por encima o por debajo de los valores observados (signo positivo muestra sesgo a la baja del pronóstico, y negativo al alza); ii) desviación absoluta media (DAM), desviación promedio en dólares (valor absoluto) del pronóstico; iii) desviación porcentual absoluta media (DPAM), desviación promedio porcentual del error. Por último, el error escalado absoluto medio (EEAM), que es el cociente entre la suma de los errores de pronósticos y los errores promedio mostrados por el pronóstico ingenuo, siendo este último igual al valor efectivamente observado en el trimestre inmediatamente anterior. Si es menor a 1, la proyección estudiada es mejor que el pronóstico ingenuo, y mayor a 1, peor.

También, se analizó la caída de precios del petróleo al cierre de 2008. Para este período los analistas esperaban que no se sostuviera por encima de los USD 100 / bl para finales de 2008 y que retornara a los niveles de la segunda mitad de 2007, entre USD 75 / bl y USD 90 / bl. No obstante, dicha cotización se redujo mucho más de lo esperado⁷. El error de pronóstico mostró desviaciones superiores a las del evento del año 2014, debido a que la caída de 2008 estuvo precedida por aumentos importantes de la cotización del crudo⁸.

Adicionalmente, se estudiaron las expectativas a un año que tenían los agentes, después de la caída de los precios del crudo de finales de 2008. En esta ocasión las perspectivas en diciembre de 2008 y marzo y junio de 2009 capturaron la recuperación posterior de los precios, pero subestimaron su magnitud. Mientras que el precio promedio observado para el último trimestre de 2009 fue de USD 75 / bl, los analistas esperaban entre USD / 61 bl y USD 69 / bl (Gráfico R1.4). Esta subestimación fue mayor en los contratos de futuros (Gráfico R1.5)⁹.

Vale la pena mencionar que en los análisis de error de pronóstico las proyecciones de los analistas y los contratos de futuros son menos acertados que un pronóstico ingenuo.

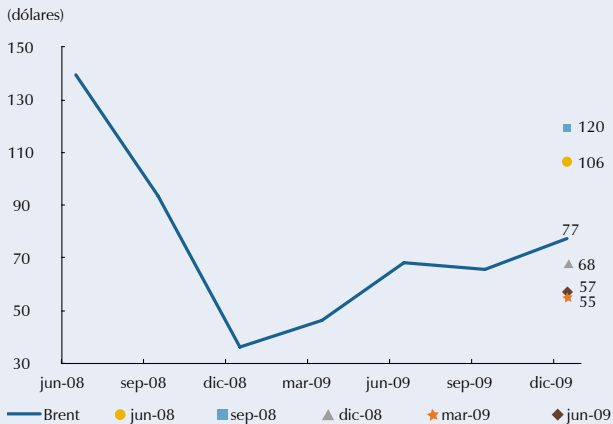
Gráfico R1.4
Precio del Brent observado y pronósticos desde cinco trimestres atrás para el precio promedio del cuanto trimestre de 2009 (promedio del trimestre)



Fuente: Bloomberg.

- El desfase de los contratos de futuros fue aún mayor, pues el precio observado a finales de año fue de USD 36 / bl frente a los USD 131 / bl que se esperaban seis meses antes.
- Los analistas y los contratos de futuros no anticiparon la fuerte subida observada entre marzo de 2007 y junio de 2008, como tampoco la posterior caída a finales de este último año.
- La evaluación muestra un error de pronóstico considerable, que luego se corrige parcialmente una vez los agentes incorporan la disminución observada en la variable de estudio.

Gráfico R1.5
 Precio del Brent observado y contratos de futuros desde cinco trimestres atrás para diciembre de 2009 (último día del trimestre)



Fuente: Bloomberg.

La dificultad para anticipar cambios fuertes en el precio del petróleo resalta la importancia de mantener políticas macroprudenciales en los países exportadores de hidrocarburos, las cuales les permitan amortiguar los efectos de estas variaciones inesperadas sobre sus economías (Masson, 2014).

Perspectivas para 2015

Como se expuso en las secciones anteriores, los cambios de tendencia en los precios del crudo son no anticipados, pueden ser de magnitud considerable y están influenciados por un número importante de factores que varían en el tiempo (Killian, 2010). Si a esto se le suma la alta volatilidad reciente, se hace difícil determinar el comportamiento de esta variable.

En una proporción importante, la dinámica de la cotización internacional del petróleo en 2015 dependería de la persistencia de los choques que influenciaron su disminución en meses pasados. De esta manera, habrían factores que podrían impulsar una recuperación parcial del precio, con respecto a los mínimos alcanzados a mediados de enero del presente año (USD 45,8 / bl), pero con niveles inferiores a lo observado en promedio desde 2011 hasta la primera mitad de 2014 (USD / 110 bl).

Una posible mejora parcial en los precios del sería afín con lo esperado por los principales analistas del mercado¹⁰ pero, a

10 La mediana de los analistas en Bloomberg espera que la cotización promedio para 2015 se ubique en USD 62,2 / bl, mientras que la Agencia de Energía de los Estados Unidos (EIA) anticipa un valor promedio de USD 57,6 / bl.

su vez, contempla que una buena parte del choque a la baja en los precios del crudo persistirá durante este año.

En dicho escenario de recuperación parcial, se prevería una leve mejoría de la demanda global durante el año. Lo anterior es consecuencia, en gran parte, del impacto positivo en los países importadores de crudo del menor costo del combustible en el ingreso disponible de los hogares y en sus costos de producción. El efecto sobre el crecimiento de estas economías sería mayor a la desaceleración que se observaría en los países productores, que ocurriría por una menor inversión en este sector, una disminución en los términos de intercambio y mayor presión en las cuentas fiscales.

De esta forma, Arezki y Blanchard (2015), el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, 2014) y el Banco Mundial (2015) estiman que el desplome en la cotización internacional del crudo aumentaría entre 0,2 y 0,9 puntos porcentuales (pp) del crecimiento del producto interno bruto (PIB) mundial. Por su parte, la IEA (2015) estima que en este contexto la demanda promedio por petróleo pasaría de 92,4 mbd en 2014 a 93,3 mbd en 2015.

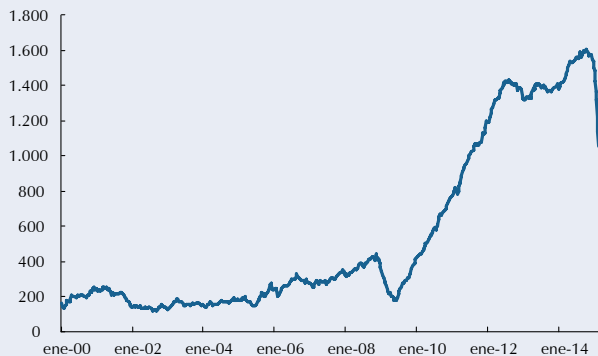
Por el lado de la oferta, en dicho escenario la extracción de crudos no convencionales, ubicada principalmente en América del Norte, se reduciría, dado que en algunos casos sus costos marginales estarían por encima de los precios actuales. De acuerdo con la consultora Rystad Energy (2014), los costos marginales para el petróleo de esquisto estarían entre USD 40 / bl y USD 65 / bl, mientras que los de arenas bituminosas estarían entre USD 50 / bl y USD 85 / bl.

La disminución en la explotación de este tipo de yacimientos ocurriría hacia la segunda mitad del año, considerando que la inversión inicial en muchos de estos pozos ya se ejecutó, por lo que se mantendría la extracción, buscando recuperar parte de los costos hundidos y cubrir las obligaciones financieras adquiridas¹¹. Adicionalmente, los niveles de producción de estos pozos disminuyen relativamente rápido, por lo que si no se realizan nuevas inversiones, dados los bajos precios, la extracción de este tipo de recursos puede declinar. La reducción observada recientemente en el número de taladros usados para la exploración y explotación de crudo en los Estados Unidos (Gráfico R1.6) podría indicar el comienzo de la materialización de dicho escenario.

A esto se le suman los anuncios de menor inversión mundial por parte de las principales compañías petroleras, lo que

11 Es probable que la producción de los yacimientos no convencionales sea más elástica a los precios de lo que se estimó inicialmente, por lo que la producción comenzaría a reducir su crecimiento durante los primeros meses y lo haría a un ritmo mayor al anticipado, aportando a un alza más rápida del precio.

Gráfico R1.6
Número de taladros usados para exploración o extracción de petróleo en los Estados Unidos



Fuente: Baker Hughes Incorporated.

ofrece algunos indicios de menor dinámica en la producción de crudo en el mediano plazo, que podría afectar las expectativas de los agentes sobre la oferta futura y presionar al alza la cotización del petróleo.

En cuanto a los riesgos geopolíticos, no se puede descartar que se presenten interrupciones en el suministro del crudo, como consecuencia de conflictos en el Medio Oriente o en África del Norte, impulsando una mayor recuperación de los precios.

Por su parte, existen factores que podrían impedir la recuperación del precio o generar disminuciones adicionales. Por el lado de la demanda, por ejemplo, la materialización de cualquiera de los riesgos a la baja sobre el crecimiento mundial (capítulo I), especialmente aquellos relacionados con la zona del euro o China, generarían un debilitamiento de la demanda por crudo y demorarían la recuperación de su cotización internacional.

En relación con la oferta, la OPEP no reduciría su producción durante 2015, con el objetivo de mantener su participación en el mercado¹². A esto se le suma el incremento en la acumulación de inventarios de petróleo, lo cual mantendría la oferta elevada durante los próximos meses. En términos geopolíticos, podría alcanzarse un acuerdo con Irán respecto a su programa nuclear, hecho que permitiría la eliminación de las sanciones impuestas por los Estados Unidos y la zona del euro, permitiendo nuevamente el acceso del crudo iraní a los mercados internacionales.

12 Al tener menores costos, la OPEP se encuentra en mejor posición de soportar la reducción en los precios que los productores de crudos no convencionales. Sin embargo, hay que tener en cuenta que sus economías son altamente dependientes de las exportaciones de petróleo, con lo cual podrían no tolerar niveles bajos de precios por un período prolongado.

Finalmente, podría ser posible que los avances tecnológicos o que los esfuerzos por mejorar la eficiencia hayan permitido que los costos marginales de los yacimientos no convencionales sean menores que los estimados inicialmente, por lo que la oferta podría mantenerse amplia con los precios actuales. Esto implicaría un cambio estructural en el mercado mundial del crudo y sería un factor que podría hacer persistente la disminución observada del precio.

Referencias

- Arezki, R.; Blanchard, O. (2014). "Seven Questions about the Recent Oil Price Slump", IMFdirect; The IMF Blog, 22 de diciembre.
- Banco Mundial (2015). "Understanding the Plunge in Oil Prices: Sources and Implications", (cap. 4), *Global Economics Prospects*, enero, Washington, D. C.
- Hamilton, J. (2014). "Oil Prices as an Indicator of Global Economic Conditions", documento interno, Econbrowser.
- Independent Statistics & Analysis (ISA) (2015). "U.S. Field Production of Crude Oil" [en línea], base de datos Petroleum and other Liquids, disponible en: <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=MCRFPUS2&f=M>
- International Energy Agency (IEA) (2014a). *Oil Market Report*, 11 de julio, París.
- International Energy Agency (IEA) (2014b). *Oil Market Report*, 12 de agosto, París.
- International Energy Agency (IEA) (2015). *Oil Market Report*, 16 de enero, París.
- Institute of International Finance (IIF) (2014). "After the Fall: Consequences of Lower Oil Prices", documento interno, 10 de diciembre.
- Kemp, J. (2015). "A Brief History of the Oil Crash", *Reuters*, 16 de enero.
- Kilian, L. (2010). "Oil Price Volatility: Origins and Effects", Working paper, World Trade Organization.
- Kilian, L. (2014). "Oil Price Shocks: Causes and Consequences", documento interno, University of Michigan and CEPR.
- Kolodziej, M.; Kaufmann, R. K. (2013). "The Role of Trader Positions in Spot and Futures Prices for WTI", *Energy Economics*, núm. 40, pp. 176-182.
- Masson, P. (2014). "Macprudential Policies, Commodity Prices and Capital Inflows", working paper, núm. 76, BIS.
- Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC) (2015). *Monthly Oil Market Report*, 9 de febrero.
- Rystad Energy (2014). "Don't Expect a Significant in US Shale Production Growth", disponible en <http://www.rystadenergy.com/AboutUs/NewsCenter/PressReleases/dont-expect-a-significant-reduction-in-us-shale-production-growth>, 15 de octubre.
- The Economist* (2014), "Why The Oil Price Is Falling". 8 de diciembre.

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

El crecimiento anual del PIB colombiano durante el tercer trimestre de 2014 fue de 4,2%, tasa que se ubicó en la parte baja del rango de pronóstico esperado en el anterior Informe sobre Inflación.

Durante el cuarto trimestre la actividad económica se habría expandido a un ritmo algo menor que lo registrado durante el tercero. La demanda interna, y en particular la inversión, habría mostrado un buen desempeño.

Entre octubre y diciembre de 2014 la industria manufacturera fue afectada por la caída de la producción de refinados del petróleo debido al cierre temporal de la Refinería de Cartagena.

Tanto las inversiones en construcción de edificaciones y de obras civiles, como el consumo público, continuaron impulsando el crecimiento hacia finales de 2014.

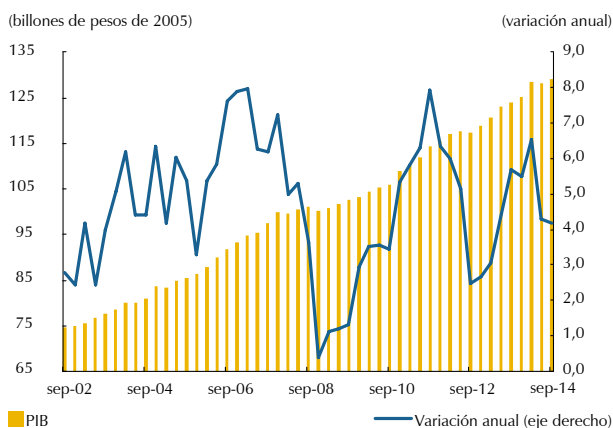
A. EL PIB EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2014

Durante el tercer trimestre del año la economía colombiana registró una expansión anual de 4,2% frente al mismo período de 2013 (Gráfico 16), de acuerdo con los resultados más recientes del boletín de producto interno bruto (PIB) pu-

blicado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). La cifra, que representó una leve desaceleración frente al registro del segundo trimestre (4,3%), se ubicó en la parte baja del intervalo de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 4,0% y 5,2%, con 4,6% como cifra más probable). El incremento del nivel del PIB entre trimestres fue del 0,6%.

Por componentes, se observó una desaceleración en la expansión anual de la demanda interna (6,6%), debido a un menor desempeño del consumo agregado, en especial de aquel efectuado por el Gobierno. A pesar de mantener un dinamismo por encima de su promedio desde 2000, el consumo privado también registró una menor tasa de crecimiento anual, que no fue

Gráfico 16
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el tercer trimestre el consumo de bienes durables siguió siendo el rubro más dinámico del consumo privado.

completamente compensada por los mejores desempeños de la inversión y de las exportaciones.

Según los resultados publicados por el DANE, dentro del consumo privado el rubro de mejor desempeño fue el de bienes durables, impulsado por el buen comportamiento de las ventas de vehículos automotores durante ese período. Los bienes no durables no mostraron cambios importantes en su tasa de crecimiento frente a la observada en el segundo trimestre de 2014, mientras que la desaceleración del consumo privado obedeció en especial a las menores tasas de expansión registradas en los bienes semidurables y servicios (Cuadro 4).

Con respecto a la inversión, los rubros que más participación tienen (maquinaria y equipo, equipo de transporte, construcción de edificaciones y obras civiles) se expandieron a tasas anuales de dos dígitos, incluso algunas por encima de su promedio desde 2000. En conjunto, estos componentes contribuyeron con 3,6 pp a la expansión del PIB durante dicho período.

Por su parte, el resultado conjunto de las cuentas de comercio exterior contribuyó negativamente a la expansión del PIB: la importante recuperación observada de la

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2013				2013	2014			Contribuciones al crecimiento
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	III. trim 2014
Consumo total	3,7	4,3	4,5	4,9	4,4	5,8	5,6	4,7	3,8
Consumo de hogares	3,5	4,2	4,4	4,8	4,2	5,4	5,3	4,5	2,9
Bienes no durables	2,9	4,5	4,1	4,8	4,1	5,6	4,9	5,0	1,1
Bienes semidurables	3,7	6,5	6,1	7,3	5,9	6,0	4,7	3,5	0,2
Bienes durables	1,1	1,2	8,3	4,6	3,8	6,8	9,2	8,2	0,3
Servicios	4,0	4,1	4,1	4,5	4,2	4,5	5,0	4,0	1,3
Consumo final del Gobierno	5,4	5,5	6,0	6,2	5,8	8,1	6,5	5,4	0,9
Formación bruta de capital	(0,3)	(3,3)	14,7	10,6	5,1	18,5	14,3	12,3	3,4
Formación bruta de capital fijo	3,9	0,6	12,2	8,1	6,1	15,2	11,2	12,7	3,5
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(2,2)	(5,6)	(9,7)	(13,9)	(7,9)	3,7	26,4	6,6	0,0
Maquinaria y equipo	3,2	2,6	1,4	4,2	2,9	12,8	6,5	11,2	1,0
Equipo de transporte	(14,6)	(14,7)	1,6	9,7	(4,9)	3,6	16,1	17,9	0,6
Construcción y edificaciones	12,2	12,5	31,8	(3,6)	12,0	8,2	2,2	14,9	1,0
Obras civiles	7,8	(1,4)	21,4	23,0	11,9	25,5	17,7	11,1	1,0
Servicios	4,4	(3,2)	13,5	2,8	4,2	7,5	7,2	1,3	0,0
Demanda interna	2,7	2,7	7,1	6,4	4,7	9,6	7,1	6,6	7,2
Exportaciones totales	(1,6)	14,4	1,5	7,4	5,4	3,2	(9,7)	5,3	0,9
Importaciones totales	1,9	4,2	4,5	7,5	4,5	14,1	9,6	14,2	(3,9)
PIB	3,0	4,5	5,7	5,5	4,7	6,5	4,3	4,2	4,2

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

dinámica de las exportaciones en pesos reales también estuvo acompañada de una aceleración de las importaciones. Para el caso de las primeras, durante el tercer trimestre se revirtieron algunos choques de oferta que se presentaron en el sector carbonífero durante el mismo trimestre de 2013, mientras que el buen comportamiento de las segundas ocurrió por una mayor cantidad de compras de bienes de capital y de equipo de transporte proveniente del exterior. Adicionalmente, las importaciones de refinados del petróleo se mantuvieron altas, toda vez que continuó el cierre temporal de la Refinería de Cartagena (Reficar) por adecuaciones y modernizaciones en sus instalaciones.

Por el lado de la oferta, los sectores que presentaron la mayor contribución al crecimiento de la economía colombiana fueron, en su orden, la construcción (principalmente por las obras civiles), los servicios financieros, y los servicios sociales, comunales y personales (Cuadro 5). Las únicas ramas que registraron una contracción anual fueron la minería y, en menor medida, la industria. Por su parte, el rubro de los impuestos mantuvo su ritmo de expansión, siguiendo el dinamismo que exhibe la economía colombiana en lo corrido del año.

Con respecto a la construcción, tanto las destinadas a las obras civiles como a las edificaciones mostraron un desempeño significativamente superior al de la economía en su conjunto. En el primer caso se apreció una expansión de 11,1% entre julio y septiembre. Se debe destacar que este comportamiento sigue siendo liderado por

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

Sector	2013				2013 Año completo	2014			Contribución al crecimiento anual (III trim. de 2014)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	III trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,1	7,6	5,3	5,9	5,5	6,1	1,5	3,4	0,2
Explotación de minas y canteras	0,8	4,5	6,7	7,8	4,9	5,7	(2,2)	(1,0)	(0,1)
Industria manufacturera	(4,7)	1,1	(0,4)	0,1	(1,0)	3,2	(1,4)	(0,3)	(0,0)
Electricidad, gas y agua	4,2	5,8	4,1	5,6	4,9	4,7	3,7	3,9	0,1
Construcción	12,6	4,9	21,3	10,5	12,0	18,2	10,2	12,7	0,9
Edificaciones	10,3	9,8	30,0	(0,4)	11,4	7,7	1,6	14,1	0,4
Obras civiles	12,8	2,2	17,4	20,0	12,7	26,0	17,6	11,1	0,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,9	4,3	4,6	5,5	4,3	5,5	4,9	4,8	0,6
Transporte, almacenamiento y comunicación	2,2	3,3	3,4	3,4	3,1	4,6	4,4	4,3	0,3
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	3,8	4,5	6,1	5,8	5,0	6,1	6,1	4,4	0,9
Servicios sociales, comunales y personales	4,9	5,1	5,0	6,2	5,3	6,8	5,8	4,7	0,7
Subtotal valor agregado	2,8	4,2	5,5	5,4	4,5	6,4	3,9	4,0	3,6
Impuestos menos subsidios	3,7	4,6	5,8	4,5	4,7	7,5	7,7	6,1	0,6
PIB	3,0	4,5	5,7	5,5	4,7	6,5	4,3	4,2	4,2

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El crecimiento de la economía colombiana continúa siendo liderado por los sectores no transables.

Los transables mantuvieron una expansión a tasas anuales bajas.

la buena dinámica registrada por el grupo de carreteras, calles y puentes, el cual creció 13,9% y aportó 4,8 pp a la variación total. En el segundo caso, el resultado se situó por encima de lo esperado, al registrar un incremento anual de 14,1% frente al 1,6% del trimestre anterior.

En cuanto al sector financiero, en el tercer trimestre el ritmo de crecimiento de la cartera total se desaceleró frente al trimestre anterior, al pasar de 13,7% a 12,6%. Aunque el margen de intermediación se sostuvo en niveles similares, la expansión anual del PIB sectorial durante julio y septiembre de 2014 fue menor a la de tres meses atrás (pasó de 6,1% a 4,4%). Cabe señalar que dicho rubro se mantiene como uno de los que más aportan a la economía, dada su alta participación en el PIB (19,9%).

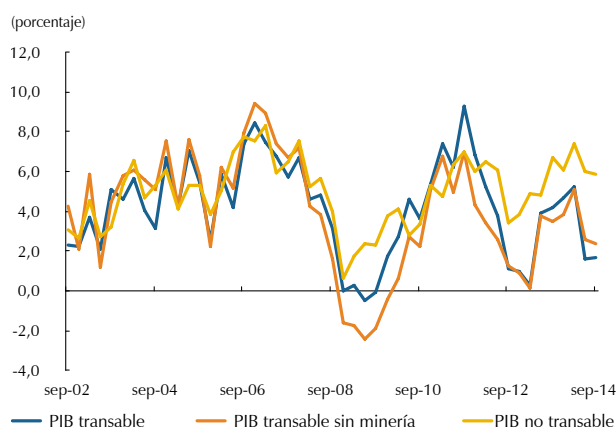
Entre los sectores de mejor desempeño también se encuentra el de los servicios sociales, comunales y personales. Esta rama mantuvo su dinamismo y creció 4,7% gracias al aumento sostenido del rubro relacionado con la administración pública y defensa (5,4%) y con los servicios de asistencia social y de salud (6,3%).

En contraste, las ramas relacionadas con las actividades de minería y de la industria mostraron desempeños negativos durante el tercer trimestre. En el caso de la minería, el aumento de la producción de carbón (2,3%) y de los minerales, tanto metálicos (0,8%) como no metálicos (13,0%) fue contrarrestado por las caídas de la producción de petróleo (-2,8%). Con respecto a la industria, se observó un retroceso anual de 0,3%, que sugiere una leve mejoría luego de haberse contraído

1,4% tres meses atrás. Las principales subramas que aportaron negativamente fueron las relacionadas con la refinación de petróleo, con actividades de edición e imprentas y los productos de madera. Debe tenerse en cuenta que el cierre temporal de Reficar afectó la producción de refinados durante la mayor parte de 2014.

Como se mencionó en el informe anterior, el crecimiento de la economía colombiana continúa estando liderado por los sectores no transables, cuya expansión anual fue de 5,8%, similar a la de un trimestre atrás (6,0%). El PIB de sectores transables, por su parte, mantuvo una tasa de crecimiento anual baja, similar a la del trimestre anterior (pasó de 1,6% a 1,7%). Al excluir la minería, los sectores transables restantes mostraron una expansión mayor (2,3%) (Gráfico 17).

Gráfico 17
PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables (crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

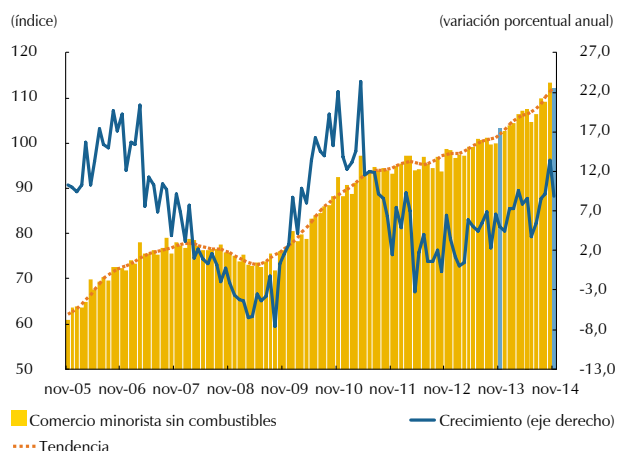
B. PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA EL CUARTO TRIMESTRE

El ejercicio de pronóstico de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre del año incorpora los resultados disponibles de los distintos indicadores de coyuntura y de opinión que se recogieron hasta la fecha de elaboración de este informe. Según

estos, la actividad económica en Colombia se habría expandido a un ritmo algo menor que aquel registrado durante el tercer trimestre. Los pronósticos que se presentan a continuación sugieren que la demanda interna habría continuado mostrando un buen desempeño durante dicho período, impulsada por el comportamiento del consumo privado y la inversión, aunque también se prevé un menor aporte por parte del consumo público. En contraste, durante el cuarto trimestre de 2014 se habría registrado una menor contribución por parte del balance de comercio exterior.

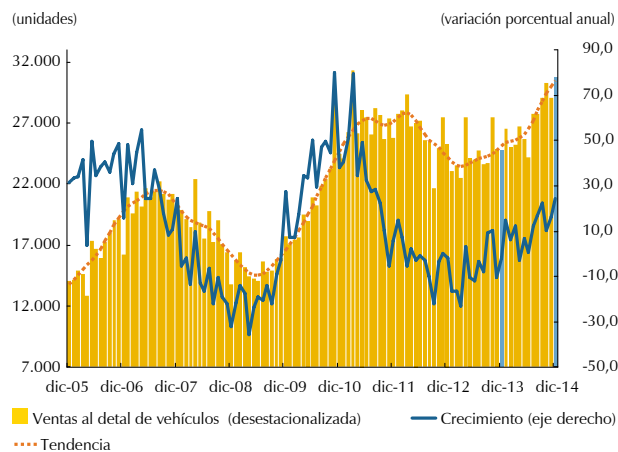
En cuanto al consumo privado, de acuerdo con los resultados más recientes de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE, en noviembre las ventas minoristas se expandieron 8,8% anual (Gráfico 18). Con ello, el bimestre octubre-noviembre creció 11,0% frente al mismo período de 2013, lo que representó una aceleración frente a lo observado para el tercer trimestre. Al descontar las ventas de vehículos, los crecimientos fueron de 8,1% y 10,5% anual para noviembre y dicho bimestre, respectivamente. Así las cosas, el consumo de los hogares habría registrado un buen crecimiento durante el cuarto trimestre, en especial por el comportamiento del segmento de servicios y de bienes durables.

Gráfico 18
Encuesta mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles,
desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

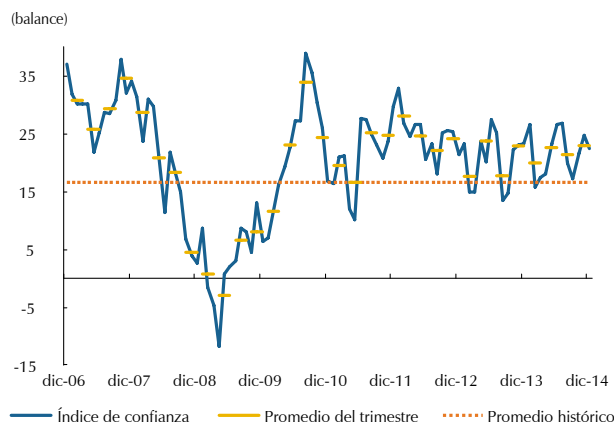
Gráfico 19
Ventas al detal de vehículos automotores
(serie desestacionalizada)



Fuente: ANDI, Fenalco y Econometría; cálculos del Banco de la República.

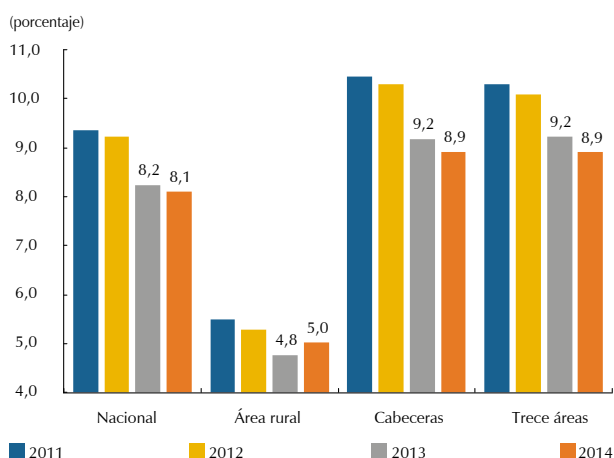
Con respecto a este último, durante el cuarto trimestre se consolidó el buen momento de las ventas de vehículos y automotores. Según la misma encuesta, las ventas minoristas de automóviles se expandieron 12,0% anual durante noviembre (15,2% durante el bimestre octubre-noviembre). Dicho comportamiento se confirma con las cifras publicadas por la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) y Econometría sobre ventas minoristas de vehículos. Con corte a diciembre, se registró un incremento del 24,7% anual para dicho mes, lo que corresponde a una expansión del 17% anual durante el cuarto trimestre (Gráfico 19). Cabe señalar que hacia finales de noviembre se organizó el XIV Salón del Automóvil en Bogotá, evento bienal que normalmente promueve el comercio de vehículos y que, sumado a las bajas cotizaciones que mantuvo el dólar durante gran parte del año, impulsó el dinamismo en este tipo de ventas. Es importante resaltar que 2014 marcó un récord en el número de vehículos comercializados, con cerca de 330.000 unidades. Esta cifra fue mayor en alrededor de 4.000 unidades que aquella registrada en 2011, cuando se presentó una plusmarca en ventas. Por ello, se prevé un buen comportamiento del consumo de bienes durables durante el cuarto trimestre, afín con lo registrado a lo largo del año.

Gráfico 20
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



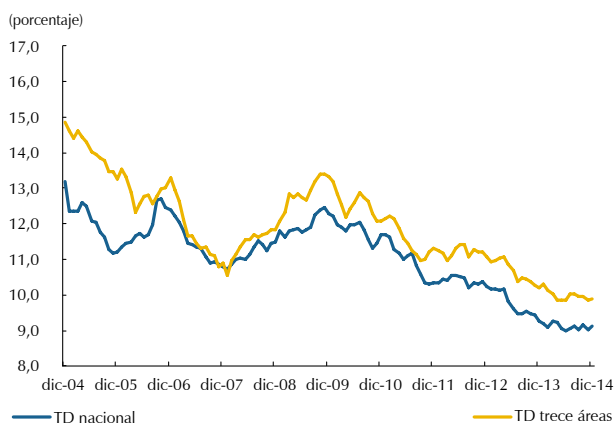
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 21
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil octubre-noviembre-diciembre)



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

Gráfico 22
Tasa de desempleo nacional y trece áreas
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

Otros indicios que permiten pensar en una buena expansión del consumo privado son aquellos derivados del comportamiento del índice de confianza de los consumidores, publicado por Fedesarrollo. Con información a diciembre, durante el cuarto trimestre su promedio mostró un nivel levemente superior a aquel del tercer trimestre, pero similar al registrado en promedio para todo 2014 (Gráfico 20). Cabe señalar que este indicador se ubicó nuevamente por encima de su media calculada desde 2001.

Por otro lado, los indicadores asociados con el desempeño del mercado laboral continuaron favoreciendo el crecimiento del gasto en consumo de los hogares. Con información al trimestre móvil terminado en diciembre, la tasa de desempleo (TD) descendió de nuevo, ubicándose en 8,1% para el total nacional, en 5,0% para las zonas rurales y en 8,9% para las cabeceras urbanas y las trece principales áreas metropolitanas (Gráfico 21). Al descontar el efecto estacional, las series de la TD muestran que los relativamente bajos niveles alcanzados en meses anteriores se mantuvieron durante el cuarto trimestre (Gráfico 22).

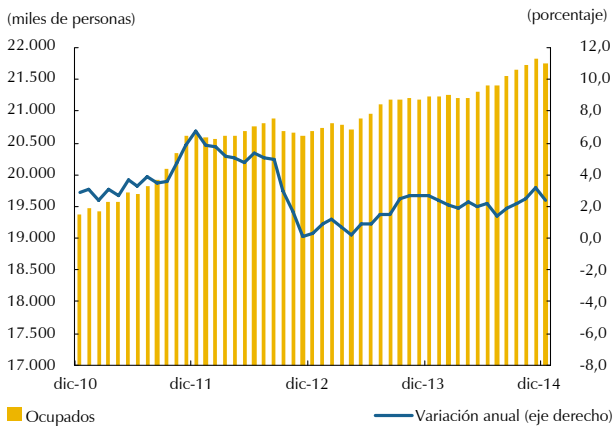
El comportamiento observado de la TD puede explicarse por la dinámica del empleo, expresada por el crecimiento del número de ocupados, que en octubre-diciembre se expandió a una tasa anual de 2,4% en el total nacional y de 3,7% en las trece principales áreas metropolitanas (Gráfico 23).

A su vez, el crecimiento de los ocupados se atribuye a lo observado con respecto al empleo asalariado, el cual se expandió en las trece áreas a una tasa anual de 5,2% en el trimestre móvil terminado en diciembre, mientras que el de no asalariados lo hizo a una tasa de 2,1% anual en el mismo período y dominio (Gráfico 24).

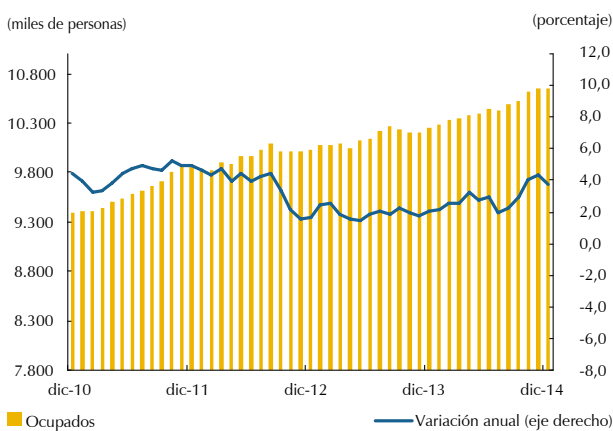
Finalmente, cuando se revisa el comportamiento del crecimiento de la cartera de consumo en términos nominales durante el cuarto trimestre, se observa una aceleración que también sugiere que durante dicho período el consumo privado se habría incrementado a un buen ritmo. En el trimestre octubre-diciembre esta cartera se expandió 13,0% anual, cifra mayor que el 11,8% registrado para el tercer trimestre. Al analizar el costo del acceso al crédito, se resalta que durante

Gráfico 23
Número de ocupados y variación anual

A. Total nacional

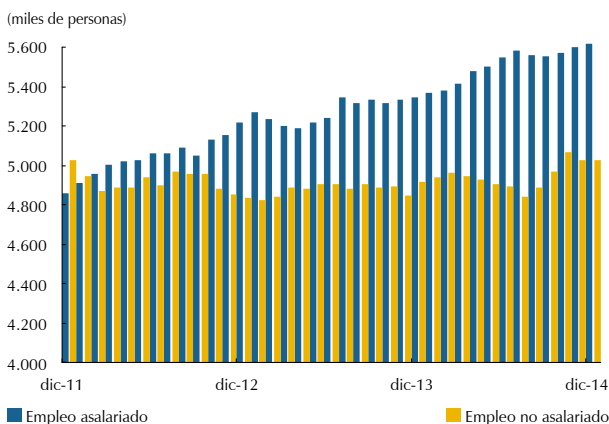


B. Trece principales áreas metropolitanas



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

Gráfico 24
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



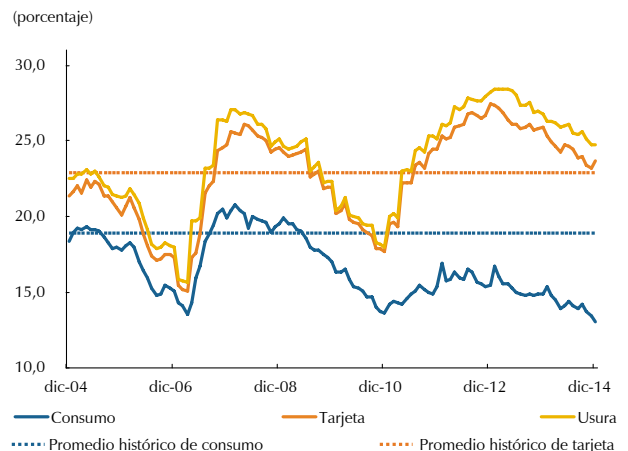
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

el cuarto trimestre las tasas de interés reales de préstamos a los hogares continuaron mostrando una tendencia bajista (Gráfico 25). Esto se originó, en gran parte, por la subida en el nivel de precios que ocurrió hacia finales de año y que no fue compensada con movimientos en las tasas nominales en los mercados financieros.

Con respecto al comportamiento que habría mostrado la formación bruta de capital fijo durante el cuarto trimestre, la dinámica reciente de las importaciones de bienes de capital sugiere que la inversión en maquinaria y equipo y equipo de transporte se habría expandido a un buen ritmo. Durante el bimestre octubre-noviembre este segmento de las importaciones mostró un crecimiento anual del 17,6% en dólares, de donde se infiere un incremento importante de este rubro en términos reales, y que es consistente con una buena perspectiva para la inversión en capital fijo (sin incluir los rubros de construcción de edificaciones ni de obras civiles), la cual sería similar a la que se registró en trimestres anteriores (Gráfico 26).

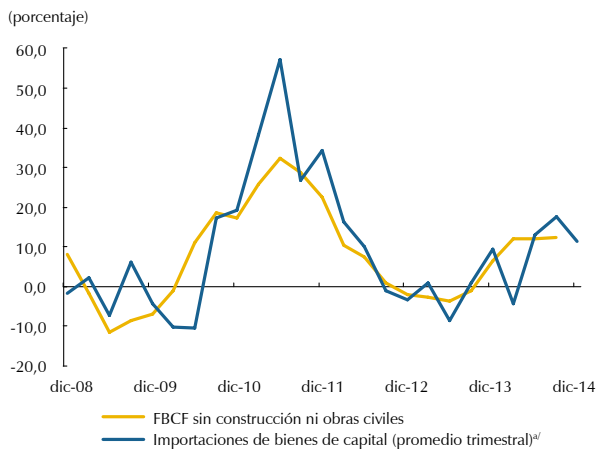
Finalmente, se prevé un comportamiento disímil de los rubros de comercio exterior durante el cuarto trimestre. La dinámica de las exportaciones en pesos reales se habría desacelerado con respecto a lo registrado para este rubro durante el tercer trimestre del año. Según la información más reciente, durante el bimestre octubre-noviembre los niveles del índice de

Gráfico 25
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 26
Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles (variación anual)



FBCF: formación bruta de capital fijo.
 a/ Cifras llevadas a términos reales.
 Fuente: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

cantidades exportadas mostraron un retroceso frente a lo observado durante el tercer trimestre. A esto se suma una alta base de comparación para el mismo trimestre de 2013. Por el lado de las importaciones, las cifras llevadas a pesos reales sugieren que este agregado se incrementaría a un ritmo levemente menor que aquel observado durante el tercer trimestre del año.

Por el lado de la oferta, la mayoría de indicadores disponibles sugieren un desempeño de la actividad económica relativamente buena, pero levemente inferior que la registrada entre julio y septiembre. Estas previsiones tienen en cuenta que la producción de refinados de petróleo ha continuado contrayéndose por el cierre temporal de Reficar⁷. No obstante, esto habría sido compensado por las noticias favorables en sectores como el comercio y por el desempeño que se tiene previsto para la construcción, tanto de las obras civiles como de edificaciones.

Por su parte, la construcción continuaría desempeñando un papel importante en el dinamismo de la economía colombiana durante la última parte de 2014. En el caso de las obras civiles, se prevé que se mantengan en niveles favorables los pagos efectuados en construcción, mantenimiento, reparación y adecuación de vías interurbanas, tanto por las entidades de orden nacional, como territorial. Así, se estima que las obras civiles se expandan a una tasa de crecimiento por encima de la economía en su conjunto, pero inferior a la observada en los primeros tres trimestres del año (18,3%).

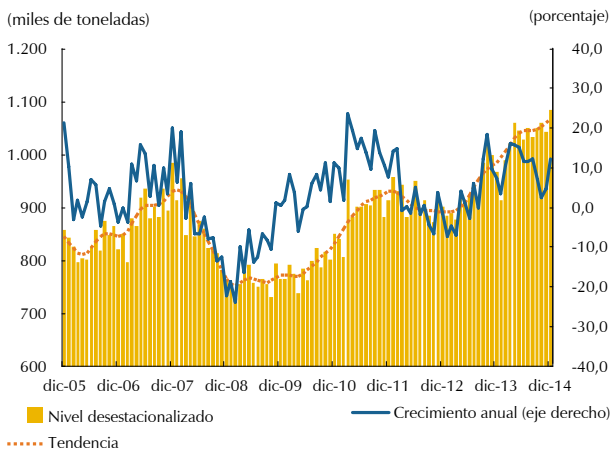
Para las construcciones de edificaciones se espera una expansión similar a la del trimestre anterior, puesto que los efectos de los estímulos del Gobierno (la culminación del programa de viviendas de interés prioritario) deberán mantenerse, teniendo en cuenta que el área causada que mide el censo de edificaciones del DANE mostró un importante dinamismo en el tercer trimestre. Por su parte, con información a diciembre, la producción y los despachos de cemento crecieron 6,4% y 7,3% durante el cuarto trimestre, con lo cual mantuvieron una expansión por encima de su promedio histórico (3,0% y 3,8%, respectivamente), aunque inferior a la observada hace tres meses (10,2% y 12%). Pese a ello, los niveles observados, así como el componente tendencial, confirman que el sector continuaría contribuyendo al crecimiento de la economía (Gráfico 27).

Como se mencionó, el comercio es uno de los sectores que continúa mostrando mayor dinamismo, de acuerdo con el buen desempeño de las ventas al por menor.

La construcción continuaría desempeñando un papel importante en el dinamismo de la economía durante la última parte de 2014.

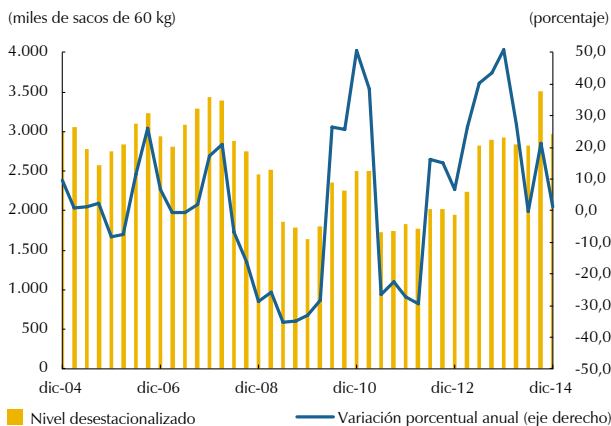
⁷ Al respecto véase el Recuadro 2 “Nueva Refinería de Cartagena: impacto en la producción y balance comercial del país”, publicado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2014.

Gráfico 27
Producción de cemento
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 28
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



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

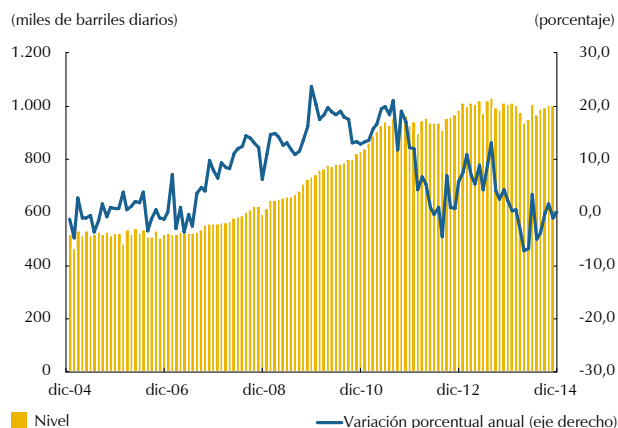
Coherente con ello, en noviembre de 2014 se destaca el incremento de 4,8% anual registrado en el empleo generado por esa rama, frente al 2,9% observado en promedio durante el tercer trimestre. Esto se explica por un aumento en la contratación de personal permanente (4,4%) y del empleo temporal directo (6,0%).

Para el sector agropecuario se espera una menor expansión, debido a la desaceleración registrada en la producción de café y a la caída del sacrificio de ganado. En el primer caso, de acuerdo con las cifras publicadas por la Federación Nacional de Cafeteros, la producción pasó de crecer 21,5% en el tercer trimestre a 1,2% en el cuarto (Gráfico 28). Cabe señalar que este comportamiento se presenta por una alta base de comparación con respecto al cuarto trimestre del año 2013, ya que en general durante los últimos tres meses de 2014 la producción de sacos de 60 kg se mantuvo por encima del millón (1.101.000 en promedio). Asimismo, el dato de septiembre de 2014 fue atípicamente alto, lo que sugiere que la cosecha no habría ocurrido en octubre sino en el mes anterior, por lo que el registro de dicho mes fue significativamente bajo, al compararlo con octubre de años anteriores. Por su parte, el sacrificio de ganado se contrajo 4,8% en el bimestre octubre-noviembre, luego de haber caído 1,1% en el tercer trimestre. De esta manera, la ganadería colombiana continuaría en período de retención, el cual habría iniciado en meses anteriores y podría prolongarse por algunos trimestres más.

En la minería se espera alguna recuperación frente al trimestre anterior, aunque el crecimiento anual sectorial sería muy pequeño o incluso nulo. Durante el cuarto trimestre la producción de petróleo se mantuvo en promedio alrededor de 1.003 miles de barriles diarios (mbd), lo que implicó una escasa expansión anual de 0,2% para dicho período, luego de la contracción de tres meses atrás (-3,1%) (Gráfico 29). En lo que respecta al carbón, las cifras de los volúmenes de exportación publicadas por el DANE indican una desaceleración de la actividad, de 28,6% en el tercer trimestre a 2,0% en el bimestre octubre-noviembre.

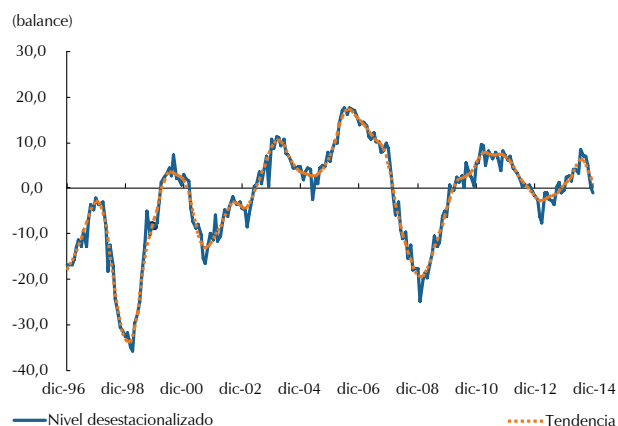
Por último, de acuerdo con cifras de la *Muestra mensual manufacturera* (MMM), el índice de producción industrial (IPI) sin trilla de café del DANE retrocedió 0,9% en noviembre de 2014, con lo que el bimestre octubre-noviembre acumuló una reducción de 0,4%. Esta cifra incluye la caída de refinación de petróleo, ya explicada por el cierre de Reficar. Al excluirla, el resto de la industria presentó una variación

Gráfico 29
Producción de petróleo
(nivel y crecimiento anual)



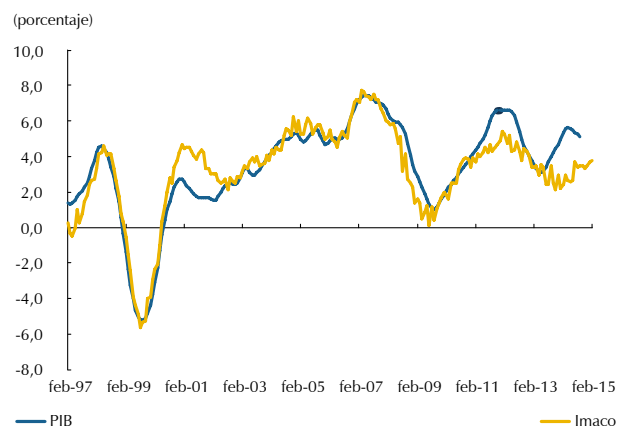
Fuentes: Agencia Nacional de Hidrocarburos; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 30
Balance del índice de confianza industrial



Fuente: Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
Imaco: indicador líder a cinco meses del PIB^{a/}



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

anual alrededor de $-0,4\%$ para el mes de noviembre, y de $0,0\%$ para el bimestre octubre-noviembre.

No obstante, en este sector los riesgos a la baja son importantes, como se concluye de los resultados de algunas encuestas realizadas a los industriales. De acuerdo con la ANDI, los empresarios han percibido un aumento de la competencia de productos importados a lo largo del año en el mercado interno, aunque con algunas mejoras en la demanda de sus productos. Por otro lado, con información de la *Encuesta de opinión empresarial* de Fedesarrollo a diciembre, los indicadores de pedidos y de existencias para la industria se deterioraron frente al tercer trimestre. Algo similar ocurre con las expectativas a tres meses. Como resultado, la confianza de los industriales ha disminuido frente a lo registrado hace tres meses (Gráfico 30).

Todo lo anterior permite prever que el crecimiento del PIB colombiano en el cuarto trimestre de 2014 se ubicaría entre $3,3\%$ y $4,7\%$, con un escenario más probable alrededor del punto medio del intervalo. Por ramas de actividad, las más dinámicas continuarían siendo la construcción, los servicios sociales, comunales y personales, los servicios financieros y el comercio. El rango de pronóstico contempla una incertidumbre importante sobre el comportamiento final de la inversión en obras civiles y del consumo del Gobierno.

El indicador líder Imaco (Gráfico 31), calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a noviembre, señala un crecimiento acumulado a doce meses por debajo de lo proyectado en la senda central. Este hecho se tuvo en cuenta para elaborar el balance de pronósticos (*fan chart*) del PIB, que se presenta en el capítulo IV de este informe. Es relevante anotar que la metodología del Imaco no contiene indicadores de sectores como la construcción y los servicios sociales, que están contribuyendo de manera importante al crecimiento. Sin embargo, tal información sí está considerada en la senda del escenario central que se muestra en los *fan chart* y, por ello, este indicador podría estar subestimando la expansión del PIB de Colombia.

Por su parte, el indicador de seguimiento a la economía (ISE), publicado por el DANE, revela que el promedio para el bimestre octubre-noviembre de la serie

Se estima que el crecimiento del PIB para todo 2014 se ubicaría entre 4,5% y 5,0%, con un escenario más probable alrededor del punto medio del intervalo.

desestacionalizada se expandió 3,5%, ligeramente por debajo de lo registrado para el tercer trimestre. Cabe resaltar que, a pesar de su alta correlación con el PIB, esta medida no refleja exactamente su dinámica, pues está sujeta a revisiones de las series que la componen.

Teniendo en cuenta el resultado del cuarto trimestre, el equipo técnico del Banco de la República estima que el crecimiento del PIB colombiano para todo 2014 se ubicaría entre 4,5% y 5,0%, con un escenario más probable alrededor del punto medio del intervalo (4,8%). Así las cosas, el consumo agregado habría mostrado un buen ritmo de expansión, mayor que el registrado el año anterior. En 2014 tanto el consumo privado como el público habrían contribuido a la expansión del rubro. Por su parte, la inversión también se habría acelerado con respecto al registro de 2013. En el año, se destacó el comportamiento del gasto en maquinaria y equipo, y equipo de transporte. La construcción, tanto de edificaciones, como de obras civiles, también habría mostrado una dinámica superior a la del resto de la economía, aunque sus expansiones habrían sido menores que las registradas un año atrás.

En términos generales, la demanda interna desempeñó un papel importante en el crecimiento del PIB, en contraste con lo evidenciado en las cuentas de comercio exterior. Las exportaciones habrían mostrado un desempeño mediocre, en parte por los choques de oferta que se observaron en el sector petrolero y por cuenta del cierre de Reficar (con miras a su modernización y ampliación). Las importaciones se aceleraron, en gran parte, dada la necesidad de sustituir la oferta local de refinados del petróleo. Adicionalmente, las compras de bienes de capital se vieron favorecidas por el buen desempeño de la inversión.

Por ramas de actividad, en el año completo se destacaría el dinamismo del sector de la construcción, que por segundo año consecutivo se expandió a tasas de dos dígitos. Asimismo, debe resaltarse la aceleración de las actividades de comercio y transporte frente a 2013, mientras que los servicios financieros y los servicios sociales, comunales y personales mostraron una variación anual similar a la del año anterior y por encima de la economía en su conjunto. En contraste, la minería habría aportado a la desaceleración de manera significativa, debido a que habría reportado un escaso crecimiento durante 2014. Por otra parte, el crecimiento de la industria sería cercano a cero, lo que interrumpe las caídas que exhibió en 2012 y 2013.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación al consumidor continuó aumentando durante el cuarto trimestre de 2014 y terminó el año por encima del punto medio del rango meta (3,0%), establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

La inflación básica también tendió a acelerarse, aunque en menor medida que la inflación total. Su aumento se concentró en el cuarto trimestre.

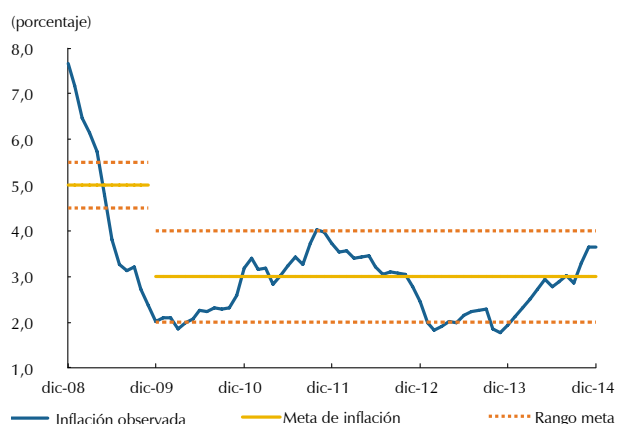
El aumento de la inflación en 2014 obedeció, en parte, a la reversión de los choques bajistas que se presentaron un año atrás.

Los componentes tanto transable como no transable sin alimentos ni regulados del IPC, registraron ajustes relativamente moderados en el cuarto trimestre.

La transmisión de la depreciación del peso al IPC ha sido baja y menor que la esperada.

Durante 2014 las presiones de demanda sobre los precios fueron escasas.

Gráfico 32
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

A diciembre de 2014 la inflación anual al consumidor se situó en 3,66%, lo que representa 80 pb por encima del registro de septiembre, y mucho más que el dato de un año atrás. El indicador presentó una tendencia creciente a lo largo de todo 2014, incluido el cuarto trimestre, después de alcanzar un mínimo en noviembre de 2013 (1,76%), luego de 58 años (Gráfico 32 y Cuadro 6). Desde octubre de 2014 el registro comenzó a situarse por encima del punto central del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), algo que no había sucedido claramente desde hace 24 meses.

La aceleración de la inflación anual en 2014 en buena parte obedece a la reversión de los choques

Cuadro 6
Indicadores de inflación al consumidor
(a diciembre de 2014)

Descripción	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Oct-14	Nov-14	Dic-14
Total	1,94	2,51	2,79	2,86	3,29	3,65	3,66
Sin alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	2,91	3,18	3,26
Transables	1,40	1,65	1,94	1,59	1,66	1,68	2,03
No transables	3,76	3,55	3,45	3,26	3,26	3,23	3,38
Regulados	1,05	2,21	2,14	3,25	4,07	5,32	4,84
Alimentos	0,86	2,23	3,11	3,25	4,27	4,88	4,69
Perecederos	(0,16)	3,17	8,92	7,61	15,14	17,61	16,74
Procesados	(0,24)	0,92	1,44	2,14	2,13	2,65	2,54
Comidas fuera del hogar	3,26	4,13	3,52	3,23	3,43	3,55	3,51
Indicadores de inflación básica							
Sin alimentos	2,36	2,62	2,66	2,70	2,91	3,18	3,26
Núcleo 20	2,72	2,86	3,04	2,89	3,02	3,09	3,42
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	2,19	2,53	2,53	2,39	2,53	2,57	2,76
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,81	2,55	2,58	2,57	2,81
Promedio de todos los indicadores	2,51	2,69	2,76	2,63	2,76	2,85	3,06

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de oferta bajistas identificados en 2013 en los precios de los alimentos y los regulados. Debido a esto, la inflación se redujo en ese año, especialmente en el cuarto trimestre, generando una base de comparación estadística muy baja, que explica parte del aumento de la tasa anual en 2014, cuando los ajustes de precios se normalizaron.

En el caso de los regulados, en su momento, los choques bajistas estuvieron relacionados con ciertas decisiones locales de reducir algunas tarifas de los servicios públicos y del transporte; de igual manera sucedió con la reforma tributaria que comenzó a operar el primer día de 2013, la cual condujo a una disminución de los impuestos indirectos sobre algunos bienes de la canasta familiar, en especial combustibles, materias primas, vehículos y algunos alimentos. También, en 2013 se contó con una amplia oferta de varios alimentos, gracias a un buen régimen climático.

No obstante, en la segunda mitad del año, sobre todo en el cuarto trimestre, se comenzaron a manifestar algunas presiones alcistas sobre la inflación. La más relevante corresponde al efecto de la depreciación del peso a partir de julio pasado, la cual comenzó a transferirse a los precios al consumidor hacia finales de año, aunque de manera débil y en menor grado que lo esperado en el anterior *Informe sobre Inflación*. Así mismo, durante el cuarto trimestre, algunas autoridades locales decretaron incrementos en las tarifas de servicios de transporte público, y en noviembre y diciembre se presentaron varios ajustes fuertes en la canasta de no transables, los cuales, en buena parte, serían transitorios (como se explica más adelante).

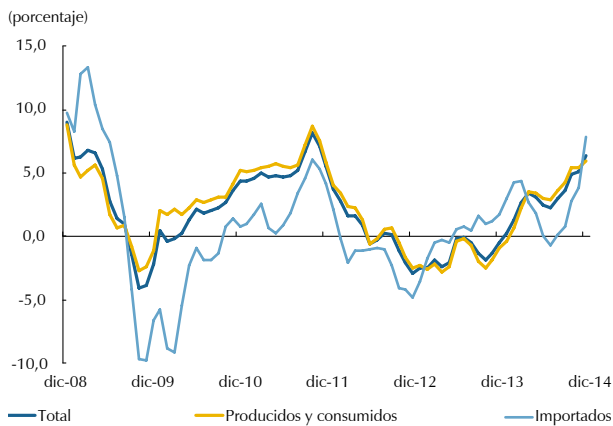
El encarecimiento del dólar sí ha tenido un impacto más importante en los costos no laborales, que sin embargo, hasta finales de año, no habría repercutido en los precios al consumidor. Efectivamente, la inflación anual del IPP, que es una *proxy* de dichos costos, viene mostrando una clara tendencia ascendente desde agosto de 2014: pasó de 2,3% en julio pasado a 3,7% en septiembre y 6,3% en diciembre (Gráfico 33). Como un número importante de los precios de ítems que hacen parte de la canasta del productor se fijan en dólares, el impacto de las variaciones en el tipo de cambio suele ser casi que inmediato.

Durante el último trimestre de 2014 la aceleración de la inflación anual del IPP se concentró en la subcanasta de importados, cuyo crecimiento anual pasó de 0,7% en septiembre a 7,9% en diciembre. Este comportamiento al-

cista se explica por los ajustes de precios en rubros de agrícolas como cereales, leguminosas y aves de corral, pero también por productos de la minería, sobre todo metálicos. No obstante, las alzas se extendieron igualmente al IPP local (de 4,3% en septiembre a 6,0% en diciembre), el cual es menos afectado por la evolución del tipo de cambio. En este caso, las presiones se originaron en el aumento de precios de los productos de origen agropecuario (café, papa, banano y aves de corral, entre otros) y en los de la extracción de metales preciosos.

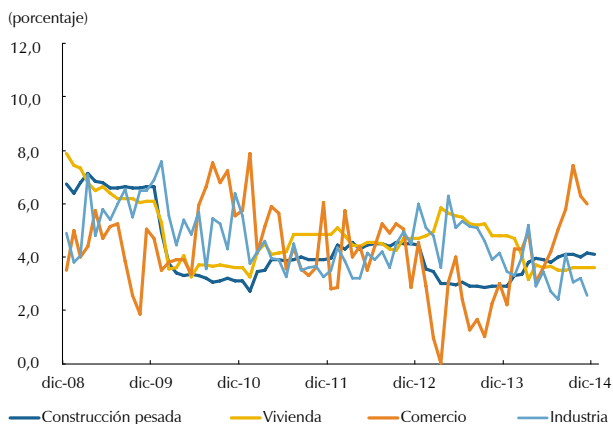
En materia de costos salariales, las presiones sobre la inflación siguieron siendo escasas, a juzgar por la información disponible. Con cifras a diciembre los salarios de construcción pesada y de vivienda continuaron presentando ajustes anuales cercanos o inferiores al 4,0%, mientras que con cifras a noviembre los ajustes para industria y comercio fueron de 2,5% y 6,0% (Gráfico 34). Es importante aclarar que a mediados del año pasado los salarios del comercio registraban incrementos inferiores a 5,0%, pero por cambios metodológicos recientes en la encuesta de comercio, el ritmo de ajuste tendió a aumentar, incluso superando el 7,0% durante un par de meses del segundo semestre de 2014. En general, los ajustes salariales no representaron un riesgo importante para el cumplimiento de la meta del Banco en 2014, aún más, si tenemos en cuenta que desde comienzos del año se redujeron los cargos a la nómina por menores aportes patronales en salud.

Gráfico 33
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

Gráfico 34
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El aumento de la inflación básica, en el segundo semestre de 2014, no parece ser el resultado de presiones de demanda.

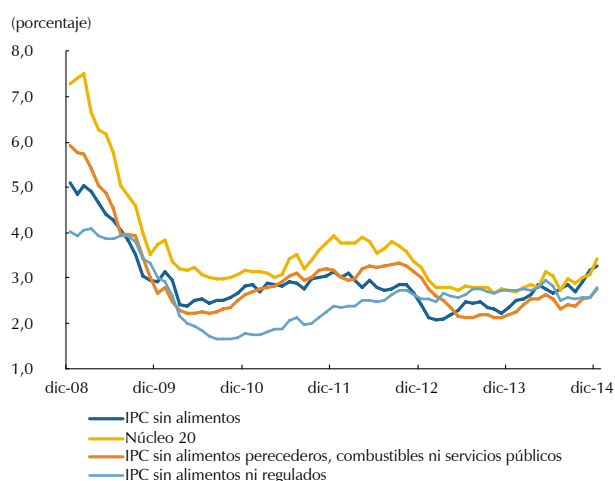
A. LA INFLACIÓN BÁSICA

Al igual que la inflación total, la básica también presentó una tendencia ascendente en 2014, especialmente en la segunda mitad del año y sobre todo en el cuarto trimestre. El promedio de los cuatro indicadores monitoreados regularmente por el Banco de la República pasó de 2,5% en diciembre de 2013 a 2,6% en septiembre y a 3,1% en diciembre del año que acaba de terminar. Con excepción del último mes, el promedio se mantuvo por debajo de la meta de inflación de largo plazo (3,0%), algo que venía sucediendo desde noviembre de 2012 (Cuadro 6). La mayor estabilidad de la inflación básica frente a la total, confirma que una parte importante del ascenso de esta última en 2014 fue resultado de la reversión de choques transitorios de oferta, como se señaló.

Por indicadores, el registro más alto corresponde al núcleo 20 (3,4%), lo cual fue evidente a lo largo de todo el año. En segundo lugar se encuentra el IPC sin alimentos, que con 3,3% en el pasado diciembre, es el indicador que más se aceleró en 2014. En el caso del IPC sin alimentos ni regulados (con 2,8% a diciembre) y del IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos (2,8%), se presentó una mayor estabilidad (Cuadro 6, Gráfico 35).

Ahora bien, conviene señalar que todos los indicadores de inflación básica se aceleraron en el último trimestre del año pasado. Esta dinámica estaría asociada, en parte, con la depreciación del peso; sin embargo, a ella también contribuyeron alzas puntuales en precios de regulados y no transables, que tendrían efectos transitorios, pues los indicadores de inflación básica no descuentan plenamente estos eventos. El aumento de la inflación básica, en el segundo semestre del año, no parece ser el resultado de presiones provenientes de la demanda, como se desprende de las estimaciones de la brecha del producto que se muestran en el capítulo IV de este informe.

Gráfico 35
Indicadores de inflación básica

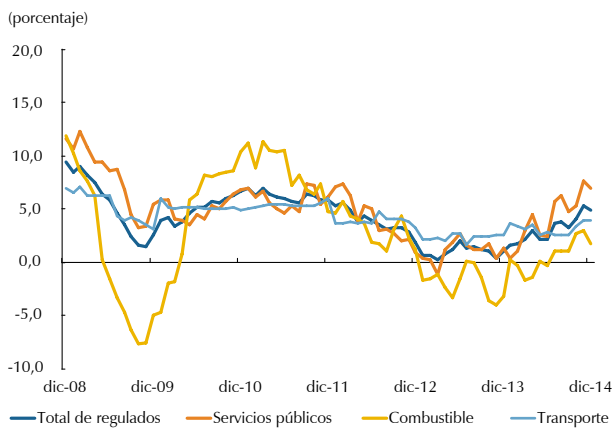


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Respecto a la inflación anual del IPC sin alimentos, su aceleración en el último trimestre del año estuvo particularmente determinada por el desempeño alcista del IPC de los bienes regulados y por la aceleración en la variación anual de los IPC de bienes transables y no transables (Cuadro 6).

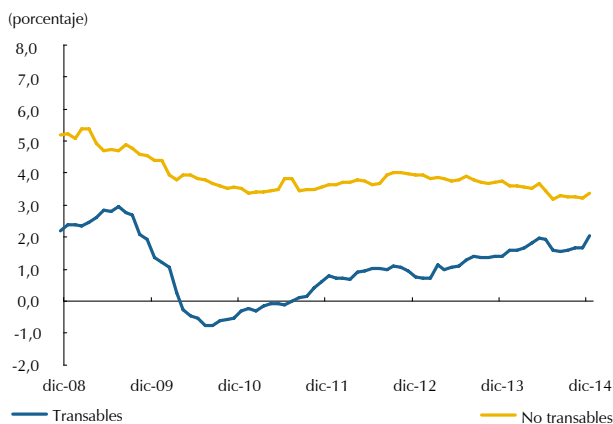
El segmento regulado de la canasta del consumidor presentó una tendencia ascendente a lo largo del año 2014 que, sin embargo, se revirtió parcialmente en diciembre; esto último obedeció a la reducción del precio interno de la gasolina en este mes (Gráfico 36). A pesar de ello, el IPC de la gasolina tendió a aumentar a lo largo del año y terminó 2014 con una variación anual de 1,8%.

Gráfico 36
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



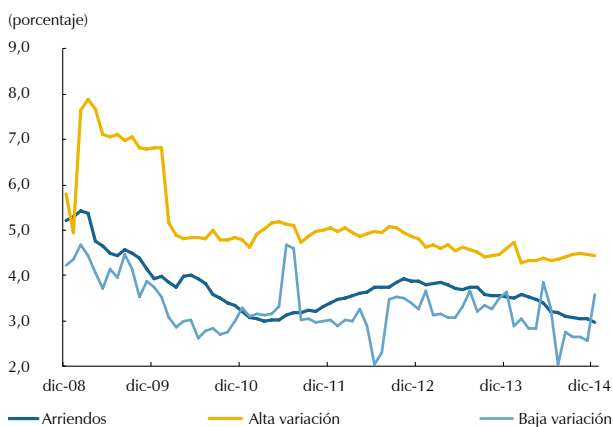
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38
IPC de no transables
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro de regulados, el IPC del subgrupo de servicios públicos también presentó una tendencia ascendente durante el año, aunque con algunas interrupciones puntuales: su variación anual pasó de 1,4% en diciembre de 2013 a 4,8% en septiembre y a 6,9% en diciembre de 2014. La tendencia alcista fue compartida por los tres servicios públicos (energía, gas y agua), aunque fue más marcada en los dos primeros casos, para los cuales la variación anual superó el 8,0% a finales de año. Problemas de transporte en el gas, la depreciación del tipo de cambio y las alzas en los precios de la energía en bolsa explican, en parte, este comportamiento. Una presión alcista que recibió el IPC de regulados y la inflación total en los últimos meses fue la que se originó en el reajuste de las tarifas de transporte público, específicamente en las de Bogotá. A diciembre, este subíndice se ajustó a un tasa anual de 4,0%, frente a 2,6% en septiembre.

Aunque en una menor magnitud a la observada en regulados, los componentes transable y no transable del IPC sin alimentos ni regulados también contribuyeron a acelerar la inflación durante el cuarto trimestre (Cuadro 6, Gráfico 37). El segmento no transable del IPC sin alimentos ni regulados mantuvo una senda descendente a lo largo de 2014, que sin embargo se revirtió a finales de año debido a los fuertes aumentos registrados en la subcanasta de diversión, cultura y esparcimiento por cuenta de las alzas en las entradas para la final del fútbol colombiano. Este fenómeno se ha presentado en años anteriores y ha sido transitorio, revirtiéndose en buena medida a comienzos del siguiente año.

Excluyendo este hecho, los precios de los no transables no contribuyeron al aumento de la inflación en 2014, lo que señala la ausencia de presiones alcistas derivadas de la demanda, a pesar del buen desempeño que mostró la demanda interna. Dentro de los no transables sin alimentos ni regulados, los arriendos se destacaron porque continuaron mostrando una tendencia descendente que se inició a comienzos de 2012. A partir de esta fecha la variación anual de arriendos cayó de 4,0% a 3,1% en septiembre de 2014 y a 3,0% al cierre de este último año (Gráfico 38). Este comportamiento ha ocurrido en paralelo a

El efecto de la depreciación del peso sobre el componente transable del IPC sin alimentos ni regulados, solo habría comenzado a manifestarse significativamente a finales de 2014.

una desaceleración en los precios de la vivienda, lo cual obedece a que en el último año se ha registrado una menor actividad en el mercado inmobiliario en Colombia, debido a un menor dinamismo de los desembolsos, de las ventas de inmuebles y de aumentos en los tiempos de vacancia en venta o arriendo de la vivienda usada.

Finalmente, la variación anual de transables sin alimentos ni regulados presentó un comportamiento alcista en el primero y segundo trimestres, cedió algo en el tercer trimestre, pero luego retomó una tendencia ascendente en el cuarto para cerrar el año en 2,0% (Cuadro 6, Gráfico 37). La depreciación del peso que se inició en julio de 2014 solo habría comenzado a manifestarse, con alguna importancia, en el componente transable del IPC sin alimentos ni regulados a finales de año. En diciembre algunos rubros de este segmento de la canasta familiar comenzaron a registrar incrementos mensuales de alguna importancia. Tal fue el caso de los pasajes aéreos (3,8%) y de los vehículos (1,6%), aunque en otros, como prendas de vestir, relojes y algunos utensilios de aseo, los efectos no se habían comenzado a sentir. Especialmente significativo es el caso de vehículos, cuyos precios han presentado una tendencia decreciente desde hace varios años.

La depreciación del peso ha sido relativamente rápida y de una magnitud importante, comparada con otros episodios de los últimos quince años: en todo 2014 el peso se depreció 24,2% y entre julio y diciembre 27,2%. Todo parece indicar que buena parte de esta depreciación sería permanente. En estas condiciones cabe esperar una transmisión clara a los precios al consumidor, en especial a los transables (incluidos los alimentos). Sin embargo, hasta finales de año los precios de los transables se habían afectado en menor grado, y si se compara con otros períodos anteriores de depreciación de magnitud similar.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

Gráfico 39
IPC de alimentos
(variación anual)



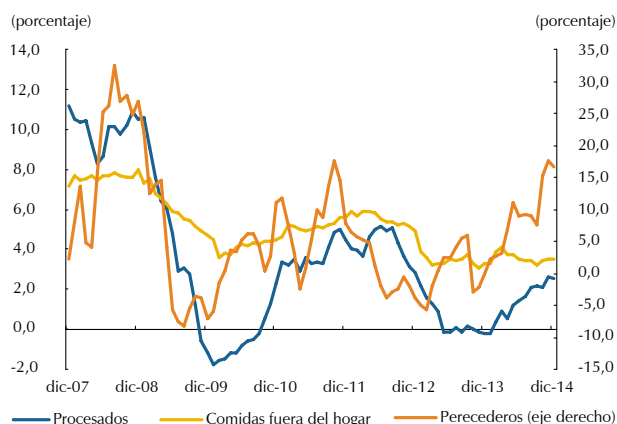
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La inflación anual de alimentos presentó una trayectoria ascendente a lo largo de 2014, al pasar de 0,9% en diciembre de 2013 a 3,3% en septiembre y a 4,7% en diciembre (Gráfico 39). Parte importante de este aumento obedece a la desaparición de los efectos de varios choques bajistas transitorios que se presentaron en el año inmediatamente anterior. Estos eventos llevaron a que el IPC de alimentos acumulara una variación anual inferior al 1,0% durante el último trimestre de 2013 que no se volvió a repetir en 2014. Entre ellos cabe destacar la presencia de condiciones meteorológicas ideales, con un aumento en la oferta agropecuaria, ajustes moderados o tendencia a la baja en los precios internacio-

nales de los alimentos y una disminución en el IVA cobrado a algunos insumos agropecuarios, alimentos y a las comidas fuera del hogar.

Adicionalmente, en 2014 se presentó otro tipo de circunstancias que ejercieron presiones al alza sobre los precios de los alimentos. En primer lugar, el ciclo normal de la producción agropecuaria, donde los bajos precios de algunos productos perecederos o semiprocesados en 2013 y comienzos de 2014, habrían desestimulado las siembras, induciendo alzas en precios mayores que las usuales durante la segunda mitad del año. Así mismo, la depreciación del peso, la cual estaría compensando en parte por la caída de los precios internacionales, comenzó a impulsar al alza los precios de los alimentos importados procesados (harinas, aceites, leguminosas, etc.); a diciembre su impacto era aún pequeño. Otra presión alcista, aunque moderada, también provino de la consolidación de una fase de menor oferta de carne, producto de una mayor retención ganadera. Y finalmente, el posible desarrollo de un evento climático tipo El Niño para los últimos meses de 2014 y comienzos de 2015, lo que puede haber conducido al aplazamiento de siembras y a mayor especulación en los precios en el segundo semestre de 2014.

Gráfico 40
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro de los alimentos las variaciones anuales de los procesados mostraron una tendencia alcista a lo largo del año 2014, pasando de terreno negativo en diciembre de 2013 (-0,2%) a 2,1% en septiembre y a 2,5% en diciembre (Gráfico 40). Aunque el ajuste anual aún no es importante, algunos rubros (huevos, cereales, aceites y harinas) podrían haber empezado a incorporar el encarecimiento del dólar. De todas maneras, la trasmisión de la depreciación a estos precios aún es baja, lo que podría obedecer a la reducción de los precios internacionales.

Por su parte, los alimentos perecederos ejercieron una presión alcista significativa sobre la cesta de consumo a lo largo de 2014, pasando su IPC de una variación anual en terreno negativo en diciembre de 2013 (-0,2%) a positivo en septiembre (7,6%) y con un salto considerable en diciembre (16,7%). En los últimos meses esta dinámica se atribuye especialmente a la estrechez de la oferta de papa, cuyo ajuste en el precio anual superó el 50,0% al finalizar 2014.

Por último, desde diciembre de 2013 las variaciones anuales del IPC de las comidas fuera del hogar se mantuvieron cercanas a 3,2%, para ascender a 3,5% en diciembre de 2014. El ajuste durante el último trimestre estaría reflejando el encarecimiento de los alimentos perecederos y parcialmente un dólar más caro.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

El pronóstico de crecimiento para 2015 se redujo a 3,6%, con un rango entre 2,0% y 4,0%, que depende de diferentes supuestos en materia de financiamiento externo.

La inversión en construcción y el consumo público serían dos fuentes importantes de crecimiento.

El pronóstico de inflación anual al consumidor aumentó para 2015 con respecto a lo presentado en el informe de septiembre. Se espera que la inflación se incremente hasta marzo y descienda gradualmente en los meses sucesivos.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2015

Los pronósticos de crecimiento económico para 2015 presentados en este informe fueron revisados a la baja con respecto a lo publicado en el anterior *Informe sobre Inflación*. Según las proyecciones realizadas por el equipo técnico, la economía colombiana mostraría una desaceleración mayor que la esperada. Esta menor expansión es consistente con el cierre previsto del déficit en la cuenta corriente presentado en el capítulo I de este informe. Un hecho por resaltar es el aumento de la incertidumbre en torno del costo y de la disponibilidad de financiamiento externo, al igual que sobre la magnitud de los posibles efectos que tenga la caída del precio del petróleo en el ingreso nacional y en el desempeño de la actividad real. Lo anterior se refleja en el rango de pronóstico y en el escenario de crecimiento más probable, expuestos a continuación.

Adicionalmente, en este informe se sigue estimando una importante incertidumbre asociada con la evolución del contexto internacional, debido a varias razones: aún no es claro cuándo empezará la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, aunque se prevé que esta comenzaría a ejecutarse de manera gradual bien entrada la segunda mitad del año. Tampoco se tiene certeza sobre los

Los pronósticos de crecimiento económico para 2015 fueron revisados a la baja con respecto a lo publicado en el anterior Informe sobre Inflación.

Los actuales pronósticos de crecimiento de 2015 suponen que el precio del petróleo se mantendrá alrededor de USD 50 por barril Brent durante todo el año.

efectos que tengan los programas de expansión cuantitativa en Europa y en Japón sobre la economía colombiana, en especial con respecto a los flujos de capitales hacia el país. A esto se suma la incertidumbre sobre el crecimiento de nuestros socios comerciales de la región, y sobre el desempeño de la economía china. A lo anterior hay que añadir que el efecto de la recomposición de las inversiones de JP Morgan hacia una mayor participación de la deuda pública colombiana ya se habría disipado en 2015.

Los actuales pronósticos de crecimiento de 2015 suponen que la caída de los precios del petróleo se mantendría en los USD 50 por barril durante todo el año, de acuerdo con lo expuesto en el escenario central de la balanza de pagos, presentado en el capítulo I. Este pronóstico difiere significativamente de los USD 85 por barril contemplados en el escenario central del *Informe sobre Inflación* anterior. El desplome cercano al 60% en la cotización del crudo desde mediados de 2014 tendría efectos negativos sobre el índice de términos de intercambio y, en general, sobre la actividad económica durante 2015, debido a la importancia de esta variable en el comportamiento del ingreso nacional y en el balance del sector público.

A pesar de lo anterior, es importante señalar que la caída en los precios del petróleo y de otras materias primas exportadas por el país (capítulo I) sería parcialmente compensada por reducciones en los precios de los bienes importados (en especial aquellos catalogados como derivados del petróleo). Esto atenuaría la disminución de los términos de intercambio, y tendría un efecto positivo sobre el crecimiento económico mediante menores costos de producción.

Los menores precios internacionales de crudo durante 2015 deberían frenar parte de las inversiones en exploración y explotación del sector petrolero, lo cual se confirma a partir de algunos anuncios de recortes en este tipo de gastos por parte de distintas compañías del sector. Con esto, los flujos de IED mineros se reducirían de manera importante, como se reseñó en el capítulo I de este informe.

En términos generales, se prevé una desaceleración importante de la demanda interna durante 2015. El componente más afectado sería el de la inversión, sobre todo la privada, donde se anticipa una contracción, así como el consumo público y el de los hogares, que mostrarían desaceleraciones en su tasa de crecimiento. Estas previsiones suponen una reducción de la inversión real en los sectores petrolero y minero del orden del 25%, lo que es consistente con la disminución contemplada en su IED. Se espera que el resto de la inversión distinta de construcción de edificaciones, de obras civiles y minería muestre tasas algo menores que las observadas durante todo 2014, como resultado de los bajos precios del crudo .

Se prevé una desaceleración importante de la demanda interna durante 2015, siendo la inversión el componente más afectado.

Con respecto a la construcción, tanto la de edificaciones, como la de obras civiles, mostraría una expansión superior a la del resto de la inversión, aunque con alguna desaceleración frente a 2014. En el primer caso, porque se espera que continúe el efecto de los programas de construcción de vivienda con fines sociales que viene adelantando el gobierno nacional desde hace unos años. En el segundo, gracias a la ejecución de los recursos ya comprometidos en los distintos proyectos de

inversión en infraestructura vial y aeroportuaria que se vienen adelantando a lo largo del territorio nacional (algunos bajo la modalidad de alianzas público-privadas: APP). En obras civiles los pronósticos también contemplan desembolsos iniciales para los primeros proyectos adjudicados en el marco de las vías de cuarta generación (4G), correspondientes al pago de los gastos asociados con la fase de planeación financiera y estudios técnicos.

Otros supuestos importantes en la proyección de crecimiento económico para 2015 están relacionados con el impulso proveniente del consumo público. A pesar de la desaceleración que se observaría en este rubro durante este año, se prevé un buen desempeño del gasto en consumo del Gobierno, en gran parte por una mayor ejecución de recursos en los ámbitos regionales y locales, puesto que 2015 es el último año de gobierno de alcaldes y gobernadores.

En este informe se supone que una eventual reducción de los ingresos públicos, incluidas las regalías, como resultado de los menores precios del petróleo, afectaría poco el gasto del sector público este año, pero sí lo hará con mayor intensidad hacia 2016.

*En obras civiles
los pronósticos
contemplan
desembolsos iniciales
para los primeros
proyectos adjudicados
en el marco de las vías
de cuarta
generación (4G).*

Por el lado del consumo privado, la caída de los términos de intercambio, la posible reducción de los flujos de capitales hacia el país, y la depreciación ya observada del peso tendrían efectos sobre el poder adquisitivo del ingreso de los hogares. En principio, la caída de los términos de intercambio supone una menor dinámica del ingreso nacional, mientras que la posibilidad de contar con menor financiación compromete de alguna manera la buena expansión del crédito a tasas bajas registrada durante buena parte de 2014. Adicionalmente, la transmisión del efecto de una tasa de cambio más depreciada sobre el nivel de precios al consumidor tenderá a desincentivar el consumo de bienes durables y semidurables importados por parte de los hogares. A pesar de todo lo anterior, los indicadores de empleo no han mostrado deterioros en los meses recientes, y los niveles de confianza siguen por encima de su promedio desde 2001, por lo que aún se puede confiar en que el consumo privado no presente un deterioro marcado.

Con respecto a los rubros de comercio exterior, se espera que la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal tenga efectos positivos sobre las exportaciones de bienes no tradicionales.

Un factor favorable son los TLC ya firmados por Colombia, en especial el negociado con los Estados Unidos, país que deberá ser más dinámico en 2015, de acuerdo con el escenario central de contexto externo (capítulo I). Por su parte, a pesar de las caídas recientes en los precios de las exportaciones tradicionales, en especial de los productos minero-energéticos, las cantidades producidas de este tipo de bienes registrarían crecimientos. Cabe señalar que la reapertura de la refinería de Cartagena reduciría las exportaciones de crudo, pues la producción nacional se utilizaría para satisfacer las necesidades de abastecimiento de las nuevas instalaciones.

La construcción continuaría siendo el sector con mejor desempeño en 2015, gracias al avance de las diferentes obras de concesión de 4G y por los programas de vivienda del Gobierno.

Las importaciones mostrarían retrocesos, relacionados sobre todo con el menor desempeño del gasto en inversión en maquinaria y equipo, y en equipo de transporte. El supuesto de la caída de la formación bruta de capital fijo realizada por las firmas del sector minero-energético permite pensar en un contexto donde las importaciones de bienes de capital muestren poco dinamismo, dada la alta participación de estos bienes dentro de este tipo de gasto. Así mismo, la apertura de Reficar supone que la nueva producción interna de refinados del petróleo sustituya buena parte de las importaciones de este tipo de bienes. Adicionalmente, se espera que un tipo de cambio más depreciado induzca, en algún grado, una sustitución de bienes y servicios importados por unos de producción nacional.

Por el lado de la oferta, la construcción continuaría siendo el sector de mejor desempeño en 2015 gracias al avance de las diferentes obras de concesión de cuarta generación y por los programas de vivienda del Gobierno, como ya se mencionó.

Para el sector de la minería, en particular, en este informe se contempla que continúe la recuperación de la producción de carbón en lo que resta de 2015, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron su cadena de producción en 2013 y 2014. En los nuevos pronósticos la producción de esta subrama crecería por encima del conjunto de la economía colombiana para todo 2015. Por el contrario, en este informe se redujo la proyección de la producción promedio de petróleo para el mismo año con respecto a lo contemplado en el anterior *Informe sobre Inflación*, debido principalmente a la caída reciente en el precio del crudo y afín con las reducciones en las proyecciones que han anunciado diversos agentes económicos⁸. Cabe señalar que, pese a los recientes indicadores tanto de los precios de petróleo como del carbón, las inversiones realizadas en los años anteriores en la infraestructura de transporte de dichos productos deberían contribuir a una mejora en las tasas de crecimiento de estos sectores. No obstante, se estima que su expansión anual se ubicaría por debajo de las extraordinarias tasas de dos dígitos observadas entre 2008 y 2011 (11,4% en promedio).

Con respecto a la industria, el pronóstico para 2015 prevé una recuperación, basada en los esfuerzos de inversión efectuados en años anteriores, en la diversificación de productos y de mercados de exportación y en la contribución que la reciente depreciación genere en términos de competitividad del sector. Asimismo, debe señalarse que el sector tendrá una baja base de comparación luego de tres años de estancamiento, y que la reapertura de Reficar en el segundo semestre significará un salto importante en la producción de derivados del petróleo, cuya

La depreciación del peso debería aumentar la competitividad de la industria.

⁸ A inicios de año, la Agencia Internacional de Energía, actualizó sus proyecciones producción de petróleo para Colombia a la baja, estima 930 barriles diarios promedio para 2015, cuando meses atrás esperaba 1,1 millones. Por su parte, entidades como Fedesarrollo y la Asociación Colombiana de Petroleros mantienen una proyección superior al millón de barriles diarios, pero que dista de las proyecciones del marco fiscal de mediano plazo del ministerio de Hacienda publicado a mediados de 2014 (1.029.000 barriles diarios promedio). Es importante aclarar que las cantidades producidas de petróleo crecerían con respecto a 2014, afín con lo presentado en las proyecciones de la balanza de pagos del capítulo I.

La reapertura de Reficar contribuirá, de manera importante, a la expansión del PIB industrial en 2015.

participación en el PIB de la industria se encuentra alrededor del 12,5%⁹. Gracias a todo ello, la industria manufacturera lograría expandirse durante 2015 a una tasa superior a la del conjunto de la economía.

De todas maneras, algunas ramas seguirían enfrentando una dura competencia de las importaciones, de acuerdo con la percepción reportada por los empresarios en las encuestas de la ANDI. En otros casos, como la industria editorial, de impresión y conexas, es posible que continúe el retroceso, el cual obedece a cambios estructurales profundos que aquejan a este sector en el ámbito mundial.

Con relación a los servicios sociales, personales y comunales, se espera que el dinamismo del gasto público continúe desempeñando un papel importante dentro de las fuentes de crecimiento de 2015, en especial en los rubros asociados con la administración pública y la asistencia social y la salud. No obstante, la incertidumbre sobre los ingresos fiscales, generada por la reciente caída y volatilidad del precio del petróleo, hace prever que el comportamiento de este gasto se desacelere. Por su parte, los servicios financieros continuarían contribuyendo de manera activa a la expansión de la economía colombiana, lo que se atribuye a su alta participación sectorial (19,6%) y al dinamismo que seguirían mostrando las inversiones del sistema financiero y la expansión de la cartera, en un entorno de tasas de interés relativamente bajas.

Por su parte, para el sector agropecuario se espera un comportamiento dispar para 2015. La producción de café continuaría contribuyendo de manera importante al crecimiento del valor agregado sectorial, aunque menos que lo observado en 2014. Sin embargo, el sacrificio de ganado contrarrestaría dicha dinámica por la continuación del ciclo de retención ganadera. En el primer caso, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros (Fedecafé), durante estos años se alcanzaría un pico en la producción del grano, la cual se deriva de las renovaciones en los cultivos que se hicieron entre 2008 y 2013¹⁰. Por el contrario, existe alta incertidumbre por la duración del ciclo de retención ganadera y su impacto en 2015, pues recientemente los patrones comerciales, en especial con Venezuela, pueden haberlo alterado.

Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del PIB en el escenario más probable se ubica alrededor de 3,6% para 2015, contenido en un rango entre 2,0% y 4,0%. Al igual que en el informe trimestral anterior, la amplitud del presente rango continúa siendo elevada, ya que existe una alta incertidumbre tanto interna como externa. El piso y el techo del intervalo de pronóstico están relacionados con los escenarios bajo y alto del contexto internacional, presentados en el capítulo I, y estarían asociados con un menor o mayor grado de acceso al financiamiento externo. Así las cosas, y a diferencia de informes pasados, en los

En el ejercicio de pronóstico del PIB para 2015 predominan los riesgos a la baja.

9 Al respecto, véase el Recuadro 2 “Nueva Refinería de Cartagena: impacto en la producción y balance comercial del país”, publicado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2014.

10 En esos años se modernizaron más de 546.000 hectáreas (2.900 millones de árboles). Esto implicó una mejora en la productividad, ya que el 61% del área cultivada fue sembrada con variedades resistentes a la roya, la densidad de siembra se incrementó en un 10% y la edad promedio de los cafetales se redujo de 12,4 a 8,2 años.

escenarios aquí presentados se suponen los mismos precios internacionales y el mismo crecimiento para los socios comerciales de Colombia contemplados en el escenario central. Adicionalmente, en esta oportunidad la amplitud de los intervalos también recogen los posibles efectos que la caída del petróleo tenga sobre el ingreso nacional.

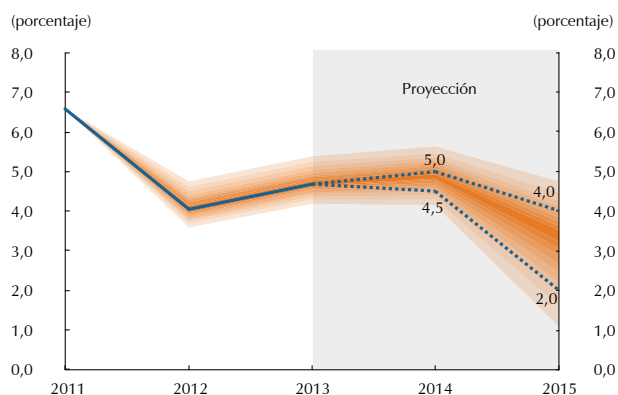
En el ejercicio de pronóstico predominan los sesgos a la baja (Cuadro 7), como se evidencia en el balance de riesgos que se muestra en los *fan chart* de crecimiento (gráficos 41 y 42). Los principales riesgos a la baja están asociados con un menor desempeño de la demanda interna y un mayor deterioro del contexto internacional que el previsto en el escenario central. El impacto externo podría ocurrir mediante menores precios del petróleo, pérdida de confianza, mayores primas de riesgo y menor demanda por nuestras exportaciones por parte de los principales socios comerciales de la región. Así mismo, los riesgos de que se reduzcan de manera importante las entradas de capital foráneo son importantes, debidas a una eventual reducción de la IED a sectores diferentes del petróleo mayor que la contemplada en el escenario central.

Cuadro 7
Rangos de probabilidad del *fan chart* del crecimiento anual del PIB (porcentaje)

Rango	2014	2015
< 3,0	0,0	48,9
3,0-4,0	2,6	34,0
4,0-5,0	57,5	15,3
5,0-6,0	39,2	1,7
6,0-7,0	0,7	0,0
> 7,0	0,0	0,0
Entre 2 y 4		62,7

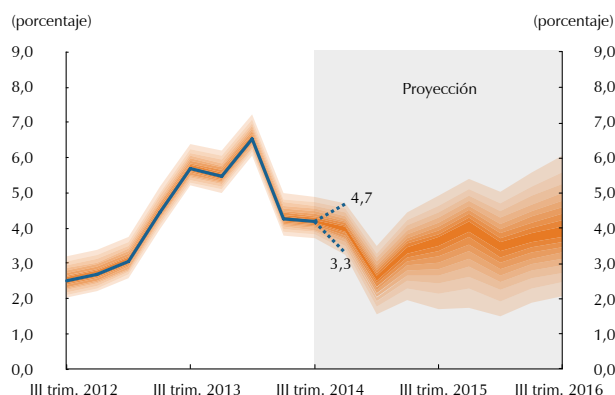
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 41
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 42
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Teniendo en cuenta lo anterior, las estimaciones más recientes de la brecha del producto para el escenario central sugieren que esta que se habría acercado a cero en 2014 y que en 2015 se ubicaría en terreno ligeramente negativo. Así, los modelos arrojan números menores que los obtenidos en el informe de septiembre, en línea con el menor crecimiento proyectado para 2014 y en particular para 2015.

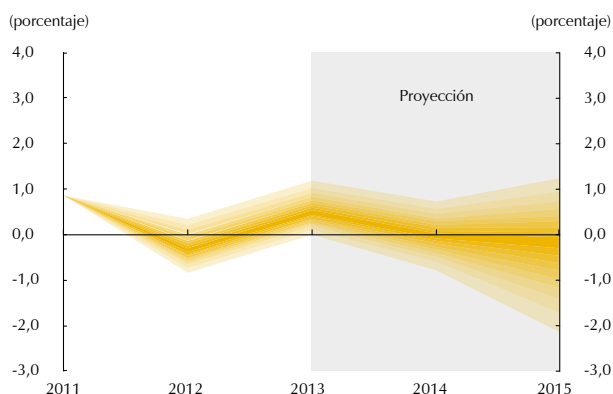
Como siempre, debe considerarse la elevada incertidumbre asociada a esta estimación. Así, de acuerdo con el balance de riesgo que se muestra en el Gráfico 43, en 2014 la brecha se habría ubicado entre -0,8% y 0,7% con una probabilidad alta.

Este balance tiene un mayor sesgo a la baja que el presentado hace un trimestre. Para 2015, el sesgo a la baja es también mayor que el presentado en septiembre, situando la brecha en el intervalo entre -2,1% y 1,2%.

Por su parte, los modelos del Banco de la República sugieren que en 2014 la tasa de desempleo habría estado muy cerca de su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés).

Por estos motivos, las presiones inflacionarias originadas en la demanda agregada y el mercado laboral habrían sido bajas durante 2014, y se anticipa que continuarán siéndolo durante 2015.

Gráfico 43
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

LOS PRONÓSTICOS DEL PIB EMPLEANDO UN *FAN CHART* (DIAGRAMA DE DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES)

Las proyecciones del PIB que se muestran con una distribución de probabilidades asociada con la proyección central, denominadas *fan chart* de crecimiento (gráficos 41 y 42), se complementan con un rango de pronóstico que corresponde a dos escenarios diferentes al central. En general, estos dos escenarios utilizan, como insumo, diferentes supuestos de variables externas y de variables macroeconómicas que están vinculadas con los escenarios bajo y alto de balanza de pagos. Por ejemplo, en este informe una diferencia entre los escenarios (2,0% y 4,0%), como se expuso en los capítulos I y IV, está relacionada con el acceso a mayor y menor financiamiento externo por parte de la economía colombiana. Así, dichos escenarios no hacen parte de un ejercicio proba-

bilístico sobre el escenario central, como sí lo es la distribución de probabilidades, denominada *fan chart*.

Para la lectura y comprensión de estos gráficos (gráficos 41 y 42), a continuación se elabora una explicación simple de sus características¹.

1 Para mayor detalle técnico sobre la elaboración de los *fan chart* remítase a los borradores 346 de agosto de 2005 y 468 de noviembre de 2007, y al Recuadro 2 del *Informe sobre Inflación*, de diciembre de 2003, pp. 56-57.

El diagrama de distribución de probabilidades (*fan chart*) es un conjunto de bandas de confianza que se construye a partir de una distribución de probabilidad, la cual representa la valoración subjetiva de la evolución del PIB a lo largo del tiempo. Su construcción requiere de cuatro elementos principales:

1. *El pronóstico central*: se obtiene de los dos modelos de simulación de política (MMT y Patacon). Gráficamente este pronóstico corresponde a la línea central (no presentada) en torno de la cual se construyen las bandas de probabilidad.

2. *El juicio de incertidumbre del pronóstico*: se refiere a la probabilidad de que ocurran eventos no contemplados en el modelo que puedan desviar la variable pronosticada (PIB) de su senda central. Cuando se considera que eventos que son poco comunes, por diversas razones, han aumentado su probabilidad de ocurrencia, el diagrama de distribución de probabilidades tiende a ser más amplio.

3. *El balance de riesgos*: contempla el juicio del equipo técnico del Banco de la República sobre el sesgo propio de los principales determinantes del pronóstico. El sesgo se puede apreciar mediante la asimetría que presenta la distribución de probabilidad en torno de la senda central. La asimetría indica la probabilidad de ocurrencia de eventos por encima o por debajo de la senda central.

4. *Las revisiones de datos históricos*: en el caso del PIB, las revisiones que el DANE hace sobre los datos históricos constituyen en una fuente adicional de incertidumbre. En los *fan chart* de PIB se incluye, manteniendo una distribución de probabilidades, inclusive para los datos históricos.

Para realizar una lectura apropiada del *fan chart* se debe tener en cuenta que, generalmente, la senda central (no presentada) pasa por el intervalo que tiene el color más oscuro y que cada salto en la degradación del color corresponde a un 5% de probabilidad. Así, la senda central se debe entender como el rango en el cual la variable caería diez de cada cien veces, y la última gama de color, la más tenue, abarca el rango en el que la variable caería noventa de cada cien veces (Cuadro 7).

Por último, en el *fan chart* del PIB (tanto el de la variación del PIB anual como el de la variación anual de PIB trimestral) se incluyen: a) una línea gruesa que representa los datos más recientes publicados por el DANE, y b) unas líneas punteadas que se extienden en la proyección, las cuales representan el rango de pronóstico del equipo técnico del Banco de la República y que se mencionan en los capítulos 2 y 4 de este informe. Estos números deben ser vistos como ejercicios de pronóstico que complementan el *fan chart* y que están vinculados con los escenarios bajo y alto de balanza de pagos, descritos en el capítulo 1.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

A finales de 2014 se acentuó la caída del precio del petróleo, y con ella se aceleró la depreciación del peso frente al dólar estadounidense, mucho más allá de lo contemplado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. Estos hechos, junto con una oferta de alimentos limitada debido a los bajos precios pasados, además de otras circunstancias, han llevado a un aumento en la senda central de pronóstico de inflación para los próximos trimestres, de acuerdo con los dos principales modelos del Banco de la República.

Para 2015 el pronóstico de inflación supone un precio del petróleo sustancialmente menor que hace tres meses.

En esta oportunidad los ejercicios de pronóstico de inflación suponen un precio del petróleo para 2015 que es sustancialmente más bajo que el contemplado hace tres meses (capítulos I y IV de este informe), lo que condujo también a un cambio en la proyección de la tasa de cambio y de los costos de producción y de transporte, entre otros. En el caso del petróleo, se estima que los bajos niveles de finales de 2014 y comienzos de 2015 se mantendrían durante la primera mitad del año;

Se espera que el aumento del tipo de cambio sea en gran medida permanente.

se espera una leve recuperación en el segundo semestre. Para la tasa de cambio las nuevas proyecciones están asociadas con un nivel en los próximos trimestres algo mayor al alcanzado a finales de 2014, y que en ese momento implicaba una depreciación anual de 22,0%. En este sentido, se supone que el salto observado en el tipo de cambio en la segunda mitad del año pasado es en gran medida permanente.

De acuerdo con las sendas centrales de los dos modelos del Banco (MMT y Patacon), la inflación alcanzaría un punto máximo en el primer trimestre del año, luego del cual descendería lentamente durante los próximos trimestres, convergiendo entre 2016 y 2017 hacia el punto medio del rango meta (de 2,0% a 4,0%) definido por la JDBR, según el modelo que se contemple. Aunque la inflación se acercaría al techo del rango meta durante varios meses, en ningún momento superaría este límite, como lo muestran las trayectorias centrales de los modelos.

Para la inflación básica, medida con el IPC sin alimentos, no se esperan aumentos adicionales fuera de los ya observados hacia finales de 2014 (de acuerdo con el MMT). A lo largo de los tres primeros trimestres de 2015 deberá permanecer un poco por encima de 3,0%, para luego converger hacia esta cifra a finales de año y fluctuar en torno de ella durante 2016.

Las presiones alcistas más importantes sobre la inflación en 2015 y 2016 provenirán de la depreciación acumulada del peso. Ello pese a que la senda central de pronóstico contempla un coeficiente de transmisión bajo sobre la inflación total, que está alrededor del 5% —un 10% de la depreciación lleva, todo lo demás constante, a un aumento de la inflación anual de 50 pb en el mediano plazo—. Como en ocasiones anteriores, el impacto principal se sentirá sobre los precios de los transables sin alimentos ni regulados, aunque también se espera algún efecto menor sobre los precios de alimentos de origen importado.

Así las cosas, la senda central de pronóstico para la inflación al consumidor que se presenta en este informe implica una revisión al alza importante de la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados. En este informe se espera que continúe la transmisión de la depreciación del peso a los precios de los transables a lo largo de todo 2015, en especial durante el primer semestre del año, dado que el rezago de este efecto se materializa entre uno y tres trimestres y puesto que se esperaría que el grueso del aumento del tipo de cambio haya ocurrido a finales del año pasado. La variación anual de transables sin alimentos ni regulados deberá situarse por encima del 3,0% en todo el año, para luego ceder hacia 2016, pero siempre exhibiendo niveles significativamente superiores a los de los últimos cinco años.

Las presiones alcistas más importantes provendrán de la depreciación acumulada del peso.

Otra fuente de presiones alcistas, que deberá operar más en el corto plazo, que en el mediano y largo plazos, se origina en el comportamiento de la oferta de alimentos primarios o semielaborados y su efecto sobre los precios al consumidor. El pronóstico actual incluye un aumento en la senda prevista para la inflación anual de alimentos, el cual tiene su explicación, en parte, por la dinámica del ciclo de la oferta agrícola en el país. Específicamente, entre 2013 y 2014 los precios

de algunos productos primarios, como papa, otros tubérculos, algunas hortalizas y el arroz, tendieron a ser relativamente bajos, lo que habría desestimulado las siembras en meses recientes y tenderá a generar menores cosechas para la primera mitad de 2015, produciendo una fase de precios altos. A esto se suma algún efecto de la depreciación sobre ciertos insumos agrícolas importados, que pueden generar aumentos en los costos de producción de alimentos; aunque en parte estas presiones serían contrarrestadas por los menores precios internacionales que se esperan para las materias primas en cuestión y que están asociadas con la caída del precio del petróleo.

La inflación anual de alimentos deberá continuar aumentando en los primeros meses de 2015, exhibiendo valores algo superiores al 5,0%, pero esta tendencia mostrará un quiebre a finales del segundo trimestre. Durante la segunda mitad del año esta variable se mantendrá por encima del 4,0%, pero descendiendo gradualmente, y para comienzos de 2016 se prevé que converja a la meta de largo plazo.

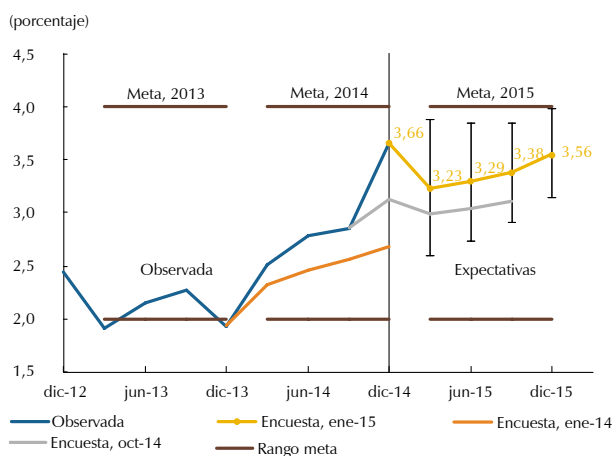
Los choques de oferta de alimentos y de depreciación del peso considerados en la senda central de pronóstico tienen efectos transitorios sobre la inflación anual al consumidor, algo que supone que las expectativas de inflación no se desanclarán considerablemente de la meta de inflación de largo plazo. Como se mencionará, un aumento de las expectativas prolongado por encima de la meta de largo plazo puede llevar a una revisión de contratos de precios y salarios que sea incompatible con esta.

Hasta comienzos de enero la información disponible mostraba un aumento de las expectativas, con niveles algo por encima del 3,0%. Según la encuesta mensual efectuada por el Banco de la República a los analistas del mercado financiero, la inflación esperada a doce meses por los encuestados es de 3,3%, 15 pb más que lo obtenido hace tres meses (Gráfico 44). A partir de diciembre la encuesta a

analistas también recoge información a dos años, la cual muestra que la inflación esperada para enero de 2016 es de 3,2%. Por su parte, la encuesta trimestral del Banco realizada a empresarios muestra unas expectativas de inflación a doce meses de 3,6%, frente a una cifra de 3,2% recogida a comienzos de octubre (Gráfico 44). Las estimaciones obtenidas a partir de la curva de rendimiento de los TES a diferentes plazos muestran incrementos mayores a horizontes de dos, tres y cinco años, pasando de 2,8% en octubre a 3,7% hacia finales de enero. (Gráfico 45). Pese a los aumentos, los indicadores se sitúan por debajo del techo del rango meta.

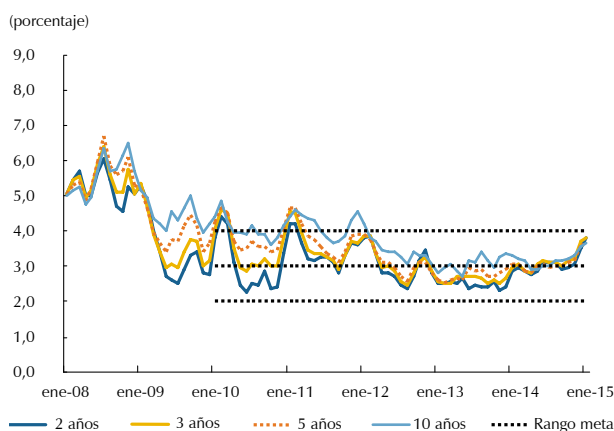
El desplome del precio del petróleo produjo una fuerte depreciación que, en principio, genera presiones alcistas sobre la inflación, como ya se mencionó. Sin embargo, en el presente informe también generó

Gráfico 44
Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses) (inflación anual)



Nota: para cada expectativa se presenta su respectiva desviación estándar.
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 45
Expectativas de inflación derivadas de los TES
(a dos, tres, cinco y diez años)
(promedio mensual)^{a/}



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

presiones a la baja vía el precio interno de los combustibles. La senda central de pronóstico incluye una disminución importante en el precio de la gasolina al consumidor a lo largo de todo 2015, pero concentrado en el primer semestre, principalmente. Gracias a ello disminuyó la variación anual prevista del IPC de regulados frente a lo presentado en el informe del mes de septiembre. En la actualidad se prevé que la variación anual del IPC de regulados disminuya en los primeros meses, de la mano de la caída en el precio de la gasolina, y que se sitúe por debajo del 3,0% para buena parte del año.

Este pronóstico, de todas maneras, sigue incluyendo un ajuste importante en el precio del gas domiciliario, dadas las alzas que se han anunciado para el año y que están relacionadas con cuellos de botella en su transporte,

disminución de reservas, mayores requerimientos de inversión y la liberación del precio en los campos de La Guajira hace varios trimestres. En el caso de la energía, las proyecciones suponen un aumento para el año completo, menor que el observado en 2014 (9,0%), pero por encima del techo del rango meta, teniendo en cuenta que el sistema de generación hidroeléctrica presenta pocos excesos de capacidad productiva en relación con las proyecciones de la demanda, esto incluso después de la entrada en operación de Hidrosogamoso en 2014.

Respecto a las presiones de demanda, la revisión a la baja del pronóstico del PIB para 2015 condujo a una nueva estimación de la brecha del producto hacia terreno ligeramente negativo, según se muestra en la sección precedente de este capítulo. De esta forma, para el presente informe se estiman escasas presiones para 2015 originadas en la demanda, e incluso se prevén presiones a la baja a un horizonte de más de un año. La reestimación de la brecha tiene en cuenta que la caída permanente del precio del petróleo puede equipararse a un choque a la baja sobre el PIB potencial.

Para la variable más susceptible a cambios en la demanda (el IPC de no transables sin alimentos ni regulados) se espera una variación anual ligeramente por encima del 3,0%, similar a la presentada en el informe anterior, pero con tendencia decreciente. Hacia 2016 la tendencia a la baja se mantendría, siguiendo una senda inferior a la obtenida hace tres meses. Conviene señalar que los choques de demanda afectan los precios al consumidor en Colombia, con un rezago de entre tres y seis trimestres.

Finalmente, la nueva senda central de pronóstico tiene en cuenta pocas presiones de costos, tanto laborales como no laborales. En el primer caso, se estima que el menor crecimiento económico esperado para 2015 implicará una recuperación más lenta del empleo frente a lo observado en los años recientes, lo que limitaría los ajustes de los salarios. Con respecto a los demás costos, para 2015 se están previendo caídas o estabilidad en los precios internacionales de las materias

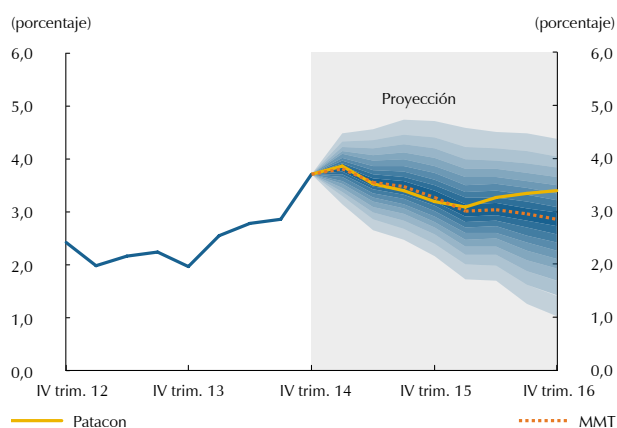
Para 2015 se estiman escasas presiones originadas en la demanda.

primas importadas o producidas por el país, lo que permitirá compensar las presiones alcistas provenientes de una tasa de cambio más depreciada. Algo similar puede afirmarse de los costos de transporte, sobre todo los que atañen al comercio internacional.

2. Balance de riesgos

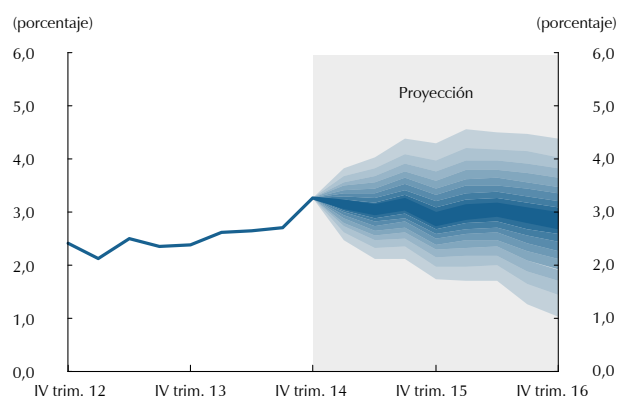
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 46 y 47. En esta ocasión se mantuvo la amplitud del balance anterior, debido a que se contempla un alto nivel de incertidumbre. Por su parte, el sesgo del balance para 2015 es al alza, mientras que para 2016 es a la baja. Lo anterior se debe a que los principales riesgos inflacionarios percibidos se atribuyen a factores como el desempeño y la transmisión del tipo de cambio o a choques de oferta en los precios de los alimentos, cuyo efecto podría sentirse principalmente en 2015; mientras que para el siguiente año primarían los riesgos a la baja, dados los efectos de un menor desempeño macroeconómico de los socios comerciales y por el impacto de la caída del precio del petróleo en el ingreso nacional y en el gasto público, entre otros.

Gráfico 46
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 47
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

Los principales riesgos al alza son:

Desanclaje de las expectativas de inflación: La inflación cerró 2014 muy por encima del registro del año anterior y superó la meta puntual de largo plazo. Además, como se ya anotó, continuará con una tendencia ascendente a comienzos de 2015, con algún riesgo de que se ubique por encima del rango meta. Si bien las alzas obedecen a choques transitorios, puede ser que los agentes perciban estos aumentos como duraderos y que sobrereaccionen ante esto, modificando sus expectati-

Existe el riesgo de que se presenten cambios importantes en los flujos de capitales hacia economías emergentes.

vas al alza de forma considerable. Esto generaría presiones alcistas permanentes en los precios, no contempladas en la senda central de pronóstico de este informe.

Adicionalmente, hay que señalar que el mecanismo de indexación a la inflación anual del año pasado sigue siendo relevante en la formación de precios y salarios en Colombia, lo que generaría presiones alcistas adicionales en los precios, dado el nivel relativamente alto registrado por la inflación en 2014.

Una depreciación del peso superior que la contemplada debido a un mayor impacto del aumento de la tasa de interés de las autoridades monetarias en los Estados Unidos (Fed) o como resultado de la caída en el precio del petróleo: La expectativa de un comportamiento favorable en la demanda interna de los Estados Unidos y la disminución reciente en la inflación al consumidor, resultado del descenso en los precios energéticos, explica el supuesto, en el escenario central de pronóstico, de que el aumento de la tasa de política estadounidense se observe hasta el tercer trimestre del año 2015. En caso de que este escenario se materialice, existe el riesgo de que se presenten cambios importantes en los flujos de capitales hacia las economías emergentes, incluida Colombia, más allá de lo previsto en la senda central de este informe. Ello podría debilitar el peso colombiano más allá de lo contemplado. Si bien en el pasado la economía colombiana no mostró una vulnerabilidad alta ante este hecho, debido a los relativamente bajos desbalances externos y a una menor dependencia de la deuda externa para financiarlos, ahora esta situación puede cambiar, debido a la disminución en el precio del petróleo. Ello, sumado a un eventual efecto de contagio que golpee la prima de riesgo del país, generaría una alta incertidumbre sobre la senda de depreciación supuesta en el escenario central.

A lo anterior se suma la posibilidad de que se esté subestimando el traspaso de la depreciación del tipo de cambio en la inflación, dado que esta reviste ahora un carácter más permanente que en el pasado. Dado lo anterior, se tiene un riesgo no despreciable, de registrarse presiones inflacionarias importantes del tipo de cambio hacia la inflación. De ocurrir esta situación, la mayor depreciación generará presiones alcistas sobre los costos de materias primas, los alimentos importados y, en general, sobre los precios de bienes transables. Los efectos sobre la inflación total al consumidor podrían verse exacerbados en la medida en que los movimientos en el tipo de cambio afecten las expectativas de inflación.

Podrían observarse presiones inflacionarias originadas en la depreciación del peso mayores a las contempladas en la senda central de pronóstico.

Menores caídas en los precios de los bienes regulados a las consideradas en la senda central de pronóstico: La tendencia descendente marcada que ha tenido el precio del petróleo desde finales de junio de 2014, y el traspaso que su efecto tendría hacia los precios de los combustibles, llevaron a suponer una disminución del 10% en el IPC de este último rubro para todo 2015. Esto contempló el hecho de que la contracción proyectada del precio del petróleo (cuya caída entre junio y diciembre de 2014 fue del 51%) superaría ampliamente las presiones alcistas del tipo de cambio esperadas en este informe. Al respecto, se tiene en cuenta que el precio interno de la gasolina depende de los precios internacionales, que a su vez reaccionan frente a cambios en el precio del petróleo. No obstante, en la actuali-

No se descarta que la disminución en los precios de servicios regulados sea menor que la estimada.

dad existe una incertidumbre importante sobre el efecto neto de la variación de las cotizaciones del crudo en los precios locales de los combustibles, una vez se descuenta el impacto al alza generado por la depreciación del tipo de cambio. De esta forma, no se puede descartar que la disminución en estos precios sea menor a la contemplada en el escenario central de pronóstico. Si se considera que los combustibles representan alrededor del 3% de la canasta del consumidor y que, a su vez, constituyen un insumo importante para un número importante de sectores económicos, es posible que una caída menor que la esperada en este producto genere una senda central de inflación más alta con respecto a lo planteado en los pronósticos de este informe.

Por otra parte, también cabe mencionar que, en contrapeso a este riesgo, se cuenta con que para 2015 puede ocurrir una disminución en las tarifas de aseo, acueducto y alcantarillado, al entrar en vigencia el proyecto de un nuevo marco tarifario para el sector, de acuerdo con lo anunciado por el Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio, cuyas rebajas no han sido contempladas plenamente en la senda central de pronóstico¹¹.

Presencia de choques en los precios de los alimentos, no incluidos en la senda central de pronóstico: Cambios climáticos que se podrían registrar en el primer trimestre de 2015 y las alteraciones en las condiciones de oferta de algunos productos agropecuarios generan un riesgo al alza en los precios internos de los alimentos. El fenómeno de El Niño, que estaría desarrollándose¹², sería de intensidad débil o moderada, por lo que su impacto en los precios sería pequeño; sin embargo, si a esto se suma la continuación del ciclo de retención ganadera y la menor oferta de algunos productos, como arroz y papa, habría un riesgo moderado de que se generen presiones al alza en los precios de los alimentos, que no han sido contempladas. En primer lugar, la incertidumbre en relación con El Niño, y la subsecuente disminución de las lluvias, podría ya haber llevado a aplazamientos en las siembras, que provocarían algunos aumentos en los precios de varios alimentos durante el primer semestre de 2015, aún no contemplados; mientras que, en segundo lugar, no se descartan efectos al alza provenientes de choques a la producción, en medio de la continuación del actual ciclo de oferta agropecuaria. Respecto a esto, en los últimos meses se ha venido observando una disminución en el sacrificio ganadero, que es propia de una fase de retención, la cual podría extenderse durante parte del año 2015 y llevar a aumentos en el precio de la carne de res y sus sustitutos. Todas estas circunstancias han sido solo parcialmente contempladas en la senda central de pronóstico. En el caso de que se materialicen, se espera que estos choques sean transitorios, aunque, dependiendo de su incidencia en las expectativas de inflación, podrían tener un efecto más persistente sobre la inflación al consumidor.

Eventuales choques de oferta pueden llevar a presiones alcistas considerables sobre los precios de los alimentos.

11 Véase la resolución CRA 643 de 2013.

12 Un fenómeno de El Niño se entiende como cinco meses acumulados de desviaciones mayores a 5 °C en la temperatura promedio del mar del Pacífico. Al momento se registran tres.

Se percibe un riesgo sobre el crecimiento interno que llevaría a menores presiones de demanda que las consideradas.

Por su parte, algunos riesgos a la baja según este informe son:

Un menor crecimiento que el contemplado en el escenario central por factores internos: La senda central de pronóstico de crecimiento para 2015 supone un dinamismo importante en el consumo público y privado, que si bien es menor que el del año anterior, apoyaría de forma considerable el crecimiento de la economía. A pesar de esto, vale la pena mencionar que sobre este escenario se cierne un riesgo bajista ligado a dos aspectos. En primer lugar, la caída del precio del petróleo afecta de forma importante a los ingresos públicos, los cuales se verían disminuidos de forma sustancial y podrían implicar recortes en los recursos para varios de estos proyectos. Si a esto se suma que puede existir el riesgo de una menor financiación externa, incluso con respecto a los nuevos supuestos de inversión externa contemplados en el escenario central, entonces podría haber dificultades para obtener los recursos esperados. Adicionalmente, se prevé el hecho de que la inversión privada también podría reducirse más de lo contemplado por causa de la menor perspectiva de dinamismo interno y un eventual choque a los indicadores de confianza. Finalmente, también se debe tener en cuenta que se pueden presentar retrasos de ejecución, como ha sucedido anteriormente en las obras públicas de Colombia, y que ha ocurrido por diversas razones, entre las que se encuentran la aprobación de licencias ambientales.

La materialización de todos estos riesgos podría implicar un menor dinamismo de la demanda interna, así como una menor brecha del producto. Esto reduciría, por debajo de lo esperado en la senda central, las presiones de demanda sobre los precios y, en particular, sobre la de los bienes no transables.

Un crecimiento económico global menor que el previsto en la senda central de pronóstico: En este informe se mantiene el riesgo bajista relacionado con un menor desempeño económico global, principalmente en las economías emergentes y en la zona del euro.

El impacto económico que ha tenido la caída del precio del petróleo en algunos socios comerciales de Colombia ha llevado a una disminución considerable en los pronósticos de crecimiento de 2015 para estos países. Esto sucede porque la importancia relativa de los países exportadores de petróleo en nuestras ventas externas es considerablemente alta.

Por otro lado, si bien el menor precio del petróleo implica un mayor crecimiento para los países importadores, aún persisten factores de riesgo bajistas sobre estos. En el caso de la zona del euro no se puede descartar un efecto adverso en la actividad económica por cuenta de la mayor incertidumbre generada por la inestabilidad fiscal en Grecia. De igual forma, también es posible que se observen episodios de contagio de la crisis financiera de Rusia. A todo esto se suman las posibles presiones desinflacionarias en la región, las cuales apuntalarían este riesgo. Por su parte, aunque en menor medida, en Asia también se perciben riesgos a la baja, pues no se pueden descartar detrimentos en la producción por futuras presiones deflacionarias en Japón y en China, debido a los problemas de

Se mantiene el riesgo bajista relacionado con un menor desempeño económico global.

Podrían registrarse menores precios internacionales de materias primas que llevarían a precios desinflacionarios importantes.

estabilidad financiera y sus posibles impactos sobre la inversión y el mercado de vivienda.

La materialización de todos estos riesgos podría conducir a un desempeño económico global más débil de lo considerado en el escenario central, lo cual para Colombia se traduciría en una demanda externa más débil y en una menor confianza de inversionistas y consumidores, afectando así el dinamismo de la demanda interna y ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación al consumidor.

Menores precios del petróleo y de otras materias primas con respecto al escenario central de pronóstico: En la elaboración del escenario central de este informe se supone que gran parte de la caída del precio del petróleo ya se ha materializado, por lo que, como es mencionado en el Recuadro 1, su cotización comenzaría a subir lentamente en la segunda parte del año. No obstante, sobre el precio del crudo aún se mantiene un riesgo bajista de relativa importancia debido a que es posible que en los Estados Unidos se generen los avances necesarios para disminuir costos de extracción por métodos no convencionales, lo que llevaría a que no se frene su oferta y que, por tanto, la caída en su precio se acentúe y se prolongue más allá de lo contemplado.

A lo anterior se suma la posibilidad de que los precios de otras materias primas disminuyan por debajo de lo esperado. Tal es el caso de los alimentos, cuyos mercados se han visto afectados no solo por una amplia oferta, gracias a las buenas cosechas y al aumento en los inventarios, sino que también están siendo golpeados por la caída de la cotización del crudo vía una menor demanda para la producción de biocombustibles. Por otro lado, el mercado de otros bienes básicos también se podría ver afectado por los avances esperados hacia la normalización de la postura de política monetaria en los Estados Unidos, lo que podría reducir la demanda de carácter especulativo que ha ayudado a sostener sus precios en niveles altos durante los últimos años.

Todo esto genera un riesgo importante a la baja sobre la inflación que, de hacerse efectivo, implicaría presiones desinflacionarias en varios frentes. Por un lado, los menores términos de intercambio implicarían una menor dinámica del ingreso disponible que podría golpear la confianza de consumidores e inversionistas, castigando la demanda interna. Por el otro, menores precios del petróleo y otras materias primas reducirían los costos de producción y transporte y presionarían el precio regulado de la gasolina para los consumidores, todo esto siempre y cuando el tipo de cambio no compense estas presiones.

La probabilidad de que la inflación se ubique entre 2% y 4% en 2015 y 2016 sigue siendo alta.

Luego de tener en cuenta la ponderación de los distintos riesgos en los *fan chart*, se estima que la probabilidad de que en 2015 y 2016 la inflación total se ubique en un rango entre 2% y 4% es del 75% y 66%, respectivamente (Cuadro 8). Es importante tener en cuenta que la senda central 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.

Cuadro 8
Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación total
(porcentaje)

Rango	Dic-15	Dic-16
< 2,0	2,8	24,6
2,0-2,5	8,8	16,9
2,5-3,0	19,3	19,3
3,0-3,5	25,3	17,6
3,5-4,0	21,7	12,1
> 4	22,1	9,5
Entre 2 y 4	75,1	65,9

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Recuadro 2 LA FORMACIÓN DE EXPECTATIVAS EN COLOMBIA

Carlos Huertas
Eliana González
Cristhian Ruiz*

Para los bancos centrales que han implementado la estrategia de inflación objetivo, medir y comprender las expectativas de inflación son tareas importantes en el diseño de la política monetaria, debido a que aquellas afectan la dinámica de incrementos de precios a través de varios canales. Por tanto, si las expectativas están ancladas a la meta, los costos de mantener una inflación baja son menores, la evolución futura de los precios y salarios es más predecible y la implementación de la política monetaria se facilita.

Por lo anterior, en este recuadro se presentan varios ejercicios econométricos para evaluar si las expectativas en Colombia son racionales en un sentido lineal. También, se estima cuánto representa la meta de inflación en la formación de las expectativas. Por último, se evalúa si los agentes que forman sus expectativas de manera adaptativa con la meta de inflación siguen un proceso de aprendizaje.

En los ejercicios se usan cinco fuentes de información de expectativas de inflación: la encuesta mensual aplicada a analistas económicos; la encuesta trimestral de expectativas económicas¹; el *break-even inflation* a un año (BEI)²; el *forward break-even inflation* a dos años³ (FBEI dos años), y la meta de inflación⁴.

* Los autores son en su orden, director del Departamento de Programación e Inflación, jefe de la Sección de Estadística y estudiante en práctica. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

- 1 Esta encuesta es trimestral. Con interpolación lineal se obtienen las expectativas a un año para cada mes.
- 2 Se construyen a partir de los papeles de deuda pública (TES). El *break even* es el diferencial entre las tasas *spot* de los bonos nominales y reales, es decir, la compensación requerida para que el rendimiento de los dos tipos de bonos sea el mismo para un vencimiento dado.
- 3 Se construyen a partir de los papeles de deuda pública (TES). Indica la expectativa de inflación que tendrían los agentes dentro de un año a un año adelante.
- 4 Se utilizó el punto medio del rango meta. Con interpolación lineal se obtuvo la trayectoria mensual de meta de inflación para un año adelante.

A. ¿Las medidas de expectativas de inflación en Colombia se forman racionalmente?

Un primer paso para entender la evolución de las expectativas de inflación es conocer si ellas se forman de manera racional, es decir, si los agentes utilizan toda la información disponible para establecer la proyección del incremento futuro de precios al consumidor (IPC). En este contexto, la expectativa de inflación realizada en el tiempo t para s períodos adelante ($\pi_{t+s/t}^e$) puede definirse como el valor esperado (E_t) de la inflación (π_{t+s}), condicionado al conjunto de información que se dispone (Ω_t) (ecuación 1). Si ese valor esperado se obtiene con modelos de regresión, la expectativa sería racional en un sentido lineal⁵.

$$\pi_{t+s/t}^e = E_t[\pi_{t+s} / \Omega_t] \quad (1)$$

Un primer paso para analizar si hay expectativas de inflación en Colombia que cumplan la definición (1) es evaluar si existe una relación de largo plazo entre dichas proyecciones ($\pi_{t+s/t}^e$) y la inflación observada (π_{t+s}). Como se aprecia en el Cuadro R2.1, todas las expectativas de inflación están cointegradas con la inflación registrada, hecho que permite aceptar la hipótesis de relación de largo plazo⁶.

Cuadro R2.1
Pruebas de raíz unitaria y cointegración

Expectativa de inflación	Raíz unitaria	Cointegración con π
Analistas 1 año	Sí	Sí
Trimestral 1 año	Sí	Sí
BEI 1 año	Sí	Sí
FBEI 2 años	Sí	Sí
Meta 1 año	Sí	Sí

Fuente: cálculos de los autores.

Otra propiedad deseable para cumplir con la definición en (1) es que la expectativa de inflación genere pronósticos insesgados del incremento del IPC. Para evaluar esta propiedad, se estimó una regresión lineal entre la inflación

- 5 Con otro tipo de modelos, no lineales, por ejemplo, no necesariamente este sería el caso.
- 6 Se utilizaron pruebas de raíz unitaria de Elliot, Rothenberg y Stock, y la prueba de cointegración de Johansen, usando el criterio de información BIC para seleccionar el número óptimo de rezagos.

esperada y la observada (ecuación 2). Adicionalmente, se verificó la hipótesis nula $H_0: \alpha = 0$ y $\beta = 1$, para evaluar si por sí sola la expectativa de inflación genera proyecciones insesgadas de la observada. Como se muestra en el Cuadro R2.2, la hipótesis no se rechaza en todas las medidas, exceptuando las expectativas que surgen de los papeles de deuda pública.

$$\pi_t = \alpha + \beta \pi_{t-j}^e + \mu_t \quad (2)$$

Cuadro R2.2
Pruebas de insesgamiento
Expectativa de inflación

Expectativa de inflación	$H_0: \alpha = 0$ y $\beta = 1$
Analistas 1 año	Insesgado
Trimestral 1 año	Insesgado
BEI 1 año	No insesgado
FBEI 2 años	No insesgado
Meta 1 año	Insesgado

Fuente: cálculos de los autores.

Por último, si una expectativa es racional, los errores de pronóstico ($\pi_t - \pi_{t-j}^e$) no deberían poder ser explicados por ninguna otra variable (z_t), ya que, de ser así, ello indicaría que los agentes *no fueron eficientes* al no haber incluido toda la información para formar su expectativa. Para evaluar lo anterior, se estimaron múltiples modelos para explicar los errores (ecuación 3) y se usó el conjunto de variables explicativas z_t , descritas en el Cuadro R2.3. Posteriormente, se testeó la hipótesis $H_0: c = \lambda = 0$ la cual, si se acepta, indicaría que hubo eficiencia; es decir, que la variable z_t no explica el error y que esta fue incluida en la formación de la expectativa. Como se observa en el mismo cuadro, el BEI a un año fue la única expectativa “no eficiente”, ya que la actividad real (medida por un factor dinámico) sí puede explicar los errores de pronóstico.

Cuadro R2.3
Pruebas de eficiencia

Expectativas de inflación	Analistas 1 año	Trimestral 1 año	BEI 1 año	FBEI 2 años	Meta 1 año
Inflación en t	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza
Meta $t + h$	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	n. a.
GAP PIB	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza
TIB	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza
F_precios	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza
F_monetarias	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza
F_actividad real	No se rechaza	No se rechaza	Se rechaza	No se rechaza	No se rechaza
F_ctas_nales	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza
F_externo	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza	No se rechaza

n. a.: no aplica.
Fuente: cálculos de los autores.

$$\pi_t - \pi_{t-j}^e = c + \lambda z_t + \eta_{t+s} \quad (3)$$

En resumen, las expectativas de inflación que surgen de los analistas económicos y de la encuesta trimestral, así como las que se apoyan en la meta de inflación, cumplen con las propiedades deseables para ser consideradas como expectativas racionales. Las derivadas de los papeles de deuda pública (BEI a un año y FBEI a dos años) por sí solas no generan pronósticos insesgados de la inflación observada y, adicionalmente, el BEI a un año tiene problemas de eficiencia.

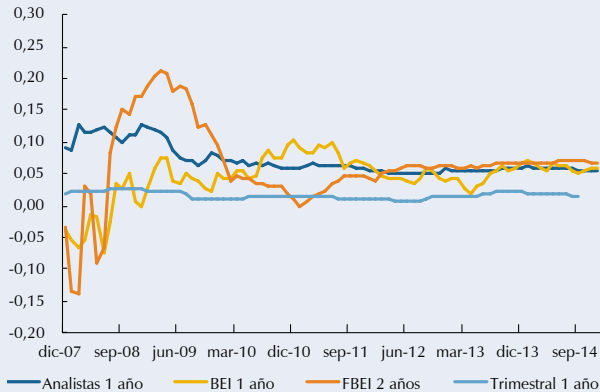
B. En la formación de expectativas ¿qué importancia se le da a la meta de inflación?

Como se mencionó, usar la meta para proyectar la inflación futura puede ser considerada como una expectativa racional. No obstante, los agentes pueden ir corrigiendo dicha expectativa de forma adaptativa al observar los errores pasados de pronóstico. Esto se modela en la ecuación 4, donde el coeficiente c_1 representa la importancia que le darían los agentes a la meta de inflación ($\bar{\pi}_{t+s}$). Por su parte, el complemento $(1 - c_1)$ sería el peso que tendría la proyección realizada p periodos atrás (π_{t-p}^e), corregida con el desacierto que se tuvo frente a la inflación observada c_2 ($\pi_t - \pi_{t-p}^e$).

$$\pi_{t+s}^e = c_1 \bar{\pi}_{t+s} + (1 - c_1) [\pi_{t-p}^e + c_2 (\pi_t - \pi_{t-p}^e)] \quad (4)$$

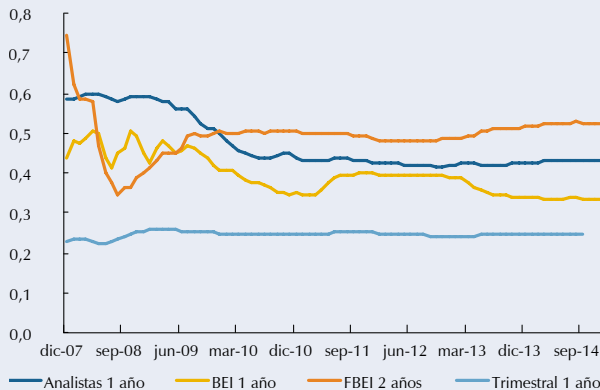
En los gráficos R2.1 y R2.2 se muestran los resultados de la importancia que le dan los agentes a la meta de inflación (c_1) cuando forman una expectativa de inflación para un año adelante ($s = 12$) y corrigen regularmente sus pronósticos realizados un mes ($p = 1$) o un año ($p = 12$) atrás, respectivamente. La primera conclusión es que, cuando los agentes corrigen continuamente los pronósticos realizados un mes atrás ($p = 1$), el peso de la meta es bajo (por ejemplo, en 2014 $0\% \leq c_1 \leq 10\%$); la importancia de la meta se incrementa

Gráfico R2.1
Evolución del coeficiente C1
Variable proxy de la expectativa racional:
meta de inflación $t + 12$
Corrección con error de pronóstico en $t - 1$



Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

Gráfico R2.2
Coeficiente C1
Variable proxy de la expectativa racional: meta de inflación
 $t + 12$
Corrección con error de pronóstico en $t - p$



Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

cuando se corrige usando el error de pronóstico de las proyecciones realizadas un año atrás (por ejemplo, en 2014 y $(p = 12)$, $25\% \leq c_1 \leq 55\%$). Otra generalidad encontrada es que, al parecer, personas con mayor acceso a la información económica (analistas económicos y corredores de bolsa) le dan mayor credibilidad a la meta de inflación que los otros agentes (encuesta trimestral)⁷.

7 Esta encuesta es aplicada a los sectores de comercio, industria, académicos y consultores, transporte y comunicaciones, sector financiero y sindicatos.

C. ¿Hay aprendizaje adaptativo con respecto a la meta de inflación?

La hipótesis de aprendizaje adaptativo supone que los agentes no conocen la estructura de la economía y se comportan como econométricos para proyectar el incremento anual del IPC (π^e). Para tal efecto, crean una regla de pronóstico (ecuación 5) y actualizan sus parámetros ($\Phi_{0,t-1}, \Phi_{1,t-1}$) cuando conocen el error de estimación y usan nueva información disponible. A medida que los agentes aprenden sobre la estructura de la economía, las expectativas convergerán hacia las racionales. Mediante métodos econométricos⁸, en cada momento del tiempo se estiman los parámetros que mejor explican las expectativas de inflación y se establece si ha habido aprendizaje.

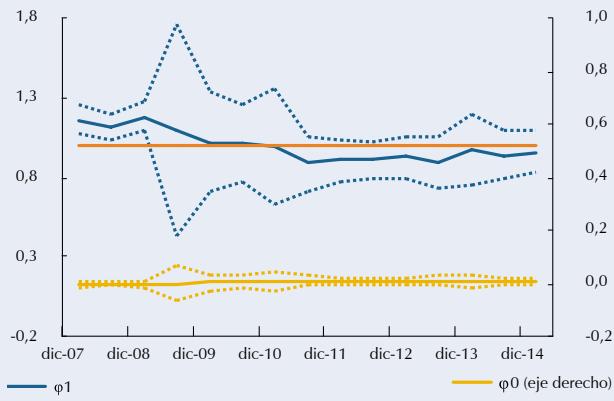
$$\pi_{t/t-j}^e = \Phi_{0,t-1} + \Phi_{1,t-1} \bar{\pi}_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

En los gráficos R2.3 al R2.6 se muestran los valores estimados $\Phi_{0,t}$ y $\Phi_{1,t}$ de para cada una de las expectativas analizadas. En ellos se observa que, en el caso de las expectativas de los analistas y la encuesta trimestral, antes de 2008 la ley adaptativa de movimiento que mejor explicaba las expectativas de inflación indicaba proyecciones por encima de la meta ($\Phi_{0,t} \cong 0$ y $\Phi_{1,t} > 1$). Posteriormente, el parámetro $\Phi_{1,t}$ ha sido decreciente y actualmente, en términos estadísticos, no se puede rechazar que su valor sea ($\Phi_{1,t} \cong 1$). Esto último indica, en cierta medida, unas expectativas de inflación ancladas en la meta. En el caso de las expectativas de inflación que surgen de los papeles de deuda pública, en los últimos cinco años el parámetro $\Phi_{1,t}$ ha sido creciente y, al considerar los intervalos de confianza, dicho parámetro es estadísticamente igual a 1.

8 Cuando se usan mínimos cuadrados, los parámetros se actualizan de la siguiente forma:

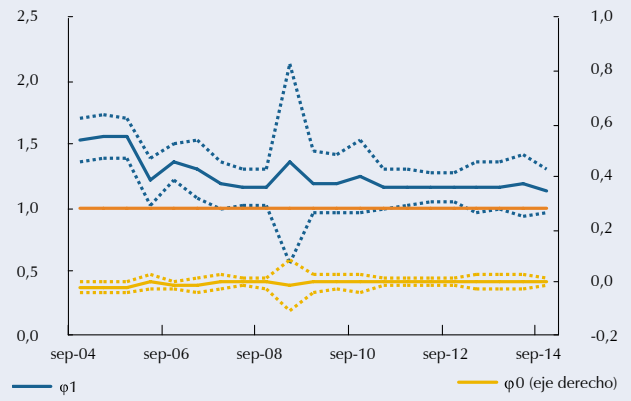
$\hat{\Phi}_t = \hat{\Phi}_{t-1} + \nu R_{t-1}^{-1} X'_{t-(2j+1)} (\pi_{t-j} - X'_{t-(2j-1)} \hat{\Phi}_{t-(j+1)})$, donde $X_t = [1, \bar{\pi}_t]$ y $\Phi_t = [\Phi_{0,t-1}, \Phi_{1,t-1}]'$, $R_t = R_{t-1} + \nu (X'_{t-(2j-1)} X'_{t-(2j-1)} - R_{t-1})$. R_t es la matriz de segundos momentos y ν es la ganancia o aprendizaje. El método consiste en simular varias series de π^e con diferentes combinaciones de ν y Φ . El objetivo es encontrar una combinación de valores iniciales y parámetros de ganancia que replique las expectativas de inflación de cada agente lo más cerca posible.

Gráfico R2.3
Expectativas de inflación analistas a 1 año



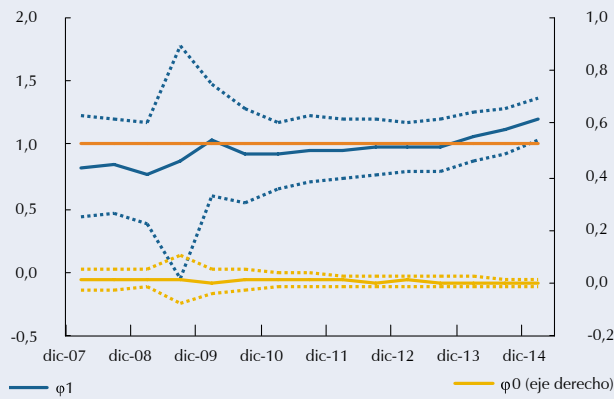
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

Gráfico R2.4
Expectativas de inflación de la encuesta trimestral a 1 año



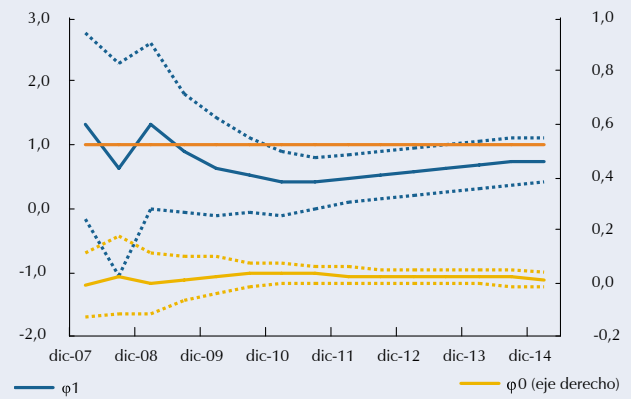
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

Gráfico R2.5
Break even inflation - 1 año



Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

Gráfico R2.6
Forward break even inflation a 2 años



Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

La caída en los precios del petróleo es un choque adverso significativo que tendrá un impacto sobre el comportamiento macroeconómico del país.

El deterioro en los términos de intercambio, debido al descenso en el precio del crudo, tiene un efecto negativo sobre el ingreso nacional, y puede encarecer el financiamiento externo. La flexibilidad cambiaria contribuiría a moderar el impacto sobre el producto.

Una menor dinámica del ingreso nacional, junto con un exceso en el uso de la financiación externa, podría aumentar la vulnerabilidad de la economía en el mediano plazo.

Desde julio de 2014 los precios internacionales del petróleo se han reducido en más del 50%. Es probable que una parte considerable de esta caída sea de carácter permanente, ya que responde a un incremento perdurable en su oferta mundial y a una menor dinámica en la demanda del crudo (véase Recuadro 1, pp. 33-37).

Según muestran diversos análisis¹³, un menor precio del petróleo representa un estímulo positivo para la economía mundial. No obstante, para los países exportadores netos de este bien básico, constituye un choque adverso que tiene diversos efectos directos, como el deterioro del ingreso nacional y un menor incentivo para la inversión dirigida a dicho sector. En el caso de Colombia, las ventas externas de crudo y derivados representan un poco más de la mitad del total del valor de las exportaciones y del 8% del PIB, y las rentas derivadas del petróleo aportan alrededor del 20% a los ingresos del gobierno nacional, cifras significativas, aunque menores a las de otros países¹⁴. Con respecto a la IED, con información al tercer trimestre de 2014, cerca del 32% fue dirigida al sector petrolero.

En Colombia la actividad petrolera tiene impactos significativos en el balance externo y en los ingresos del Gobierno.

13 Véase, por ejemplo, Arezki, R. y Blanchard, O. (2014). “Seven Questions about the Recent Oil Price Slump”, IMF direct; disponible en <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/12/22/seven-questions-about-the-recent-oil-price-slump/>

14 De acuerdo con el Institute of International Finance, con datos a 2013 las exportaciones de crudo y derivados equivalen a cerca del 30% del PIB en Venezuela y alrededor del 7% en Ecuador, mientras que los ingresos fiscales asociados con la explotación de petróleo representan cerca del 45% del total de los ingresos del gobierno en Venezuela y el 30% aproximadamente en Ecuador y México. En los países de Oriente Medio dichas cifras superan el 40% y el 50%, respectivamente.

Es probable que parte de la caída en el precio del petróleo sea permanente.

Un menor nivel de largo plazo en el precio del petróleo y la posible normalización de la política monetaria en los Estados Unidos también podrían afectar el costo del financiamiento externo futuro del país. En primer lugar, porque el deterioro en el ingreso nacional y el descenso en el valor de la riqueza (reservas petroleras) podrían afectar negativamente las medidas de percepción de riesgo de nuestra economía. Adicional a lo anterior, un aumento en la tasa de interés en los Estados Unidos podría desestimular los flujos de capital hacia los países emergentes, entre ellos Colombia.

En una economía pequeña y abierta como la nuestra, ante un choque adverso y persistente, caracterizado por un ingreso nacional menos dinámico y un encarecimiento del financiamiento externo, el crecimiento de la demanda interna debería moderarse para mantener niveles sostenibles y coherentes con las nuevas condiciones económicas. En este proceso, la flexibilidad cambiaria permitiría absorber parte del ajuste, ya que se presentaría una depreciación real que contribuiría tanto a reducir el déficit corriente, como a que se reasignen recursos de sectores no transables hacia sectores transables no petroleros.

Sin embargo, en un proceso de ajuste como el anterior, existe el riesgo de que se presenten fuertes incrementos en el costo del financiamiento externo, debido, por ejemplo, a reacciones negativas extremas de los mercados hacia el país, que deterioren de forma significativa las primas de riesgo. También, puede registrarse una pérdida de confianza interna más allá de lo coherente con los nuevos niveles de ingreso. Situaciones como estas podrían generar, en el corto plazo, un deterioro considerable de la demanda.

No obstante, existen algunos factores que disminuyen la probabilidad de que se presente un escenario negativo como el descrito. En primer lugar, la caída en el precio del petróleo reduce las posibles presiones inflacionarias en los Estados Unidos, hecho que podría aplazar o hacer más gradual el incremento de las tasas de interés en ese país; además, este incremento debería darse en un contexto de recuperación económica de nuestro mayor socio comercial. Por su parte, el anuncio del Banco Central Europeo (BCE), de incrementar de forma considerable su programa de compra de activos¹⁵ y la expansión monetaria en Japón, son señales de una amplia liquidez mundial futura y de menores riesgos de reducción en los flujos netos de capital hacia las economías emergentes. En tercer lugar, la menor dependencia de Colombia al petróleo, en comparación con otros países exportadores del crudo, y el buen manejo macroeconómico de la última década, hacen del país una economía menos vulnerable que otras productoras de este bien básico.

De lo anterior también se puede inferir que, a pesar de la caída en el precio del petróleo, el amplio financiamiento externo junto a tasas de interés bajas podría seguir siendo un escenario factible para Colombia. En una situación como esta, en

Uno de los posibles impactos directos de la caída de los precios del petróleo es el aumento del costo de financiamiento externo.

¹⁵ De EUR 10.000 millones mensuales a EUR 50.000 millones, por lo menos hasta septiembre de 2016.

el corto plazo la demanda interna podría seguir creciendo por encima del ingreso nacional, aumentando el riesgo de que aparezcan y se profundicen algunos desbalances macroeconómicos.

En efecto, aunque el financiamiento externo es necesario para apoyar el crecimiento, su uso excesivo puede atrasar el ajuste que se necesita en el gasto para hacerlo coherente con un nivel de ingreso menos dinámico. Un escenario como este generalmente viene acompañado de niveles elevados de déficit en la cuenta corriente, de excesos de apalancamiento, y de un auge en el precio de los activos, entre otros. Estos desequilibrios aumentan la vulnerabilidad de la economía ante choques adversos y se incrementa la probabilidad de que se presente un ajuste abrupto del gasto agregado y la actividad económica. La magnitud de dicho ajuste dependería, entre otras cosas, del tamaño y del tipo de la financiación externa (IED, portafolio, etc.) y del uso que se le dé (inversión o gasto corriente).

En relación con el tipo de financiamiento, como se ha mencionado en informes anteriores, más del 50% de los pasivos externos que tiene Colombia corresponde a recursos de IED. Estos suelen tener un carácter más permanente que el crédito externo¹⁶ o los flujos de portafolio¹⁷. En cuanto al uso, si los altos niveles de financiamiento externo se destinan a sectores transables, las mayores exportaciones netas futuras de estos bienes podrían contribuir al balance de la cuenta corriente. Si, por el contrario, se dirigen a financiar consumo o inversión en sectores no transables, en el corto plazo se podrían incentivar aumentos excesivos en los precios de los activos o sobrevaluaciones reales de la moneda. En este último caso, el pago de las obligaciones externas en el futuro puede dificultarse o hacerse en condiciones adversas (por ejemplo, con una fuerte depreciación real o en un período de contracción del gasto agregado y la actividad económica).

El uso excesivo del financiamiento externo aumenta el riesgo de que aparezcan y se profundicen desbalances macroeconómicos.

Por todo lo anterior, es necesario estar atentos a las señales que indiquen la conformación de posibles desequilibrios externos o internos que puedan poner en riesgo la estabilidad macroeconómica del país. Por tal motivo, en este capítulo se presenta el comportamiento reciente de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el endeudamiento y los precios de la vivienda, variables que la literatura ha identificado como claves para detectar posibles desbalances macroeconómicos. Asimismo, se presenta un indicador de desbalance agregado (el índice de desbalance macroeconómico: IDM¹⁸), el cual combina los desequilibrios estimados para las variables mencionadas en un solo indicador.

16 Sobre el cual es necesario hacer *roll-over*.

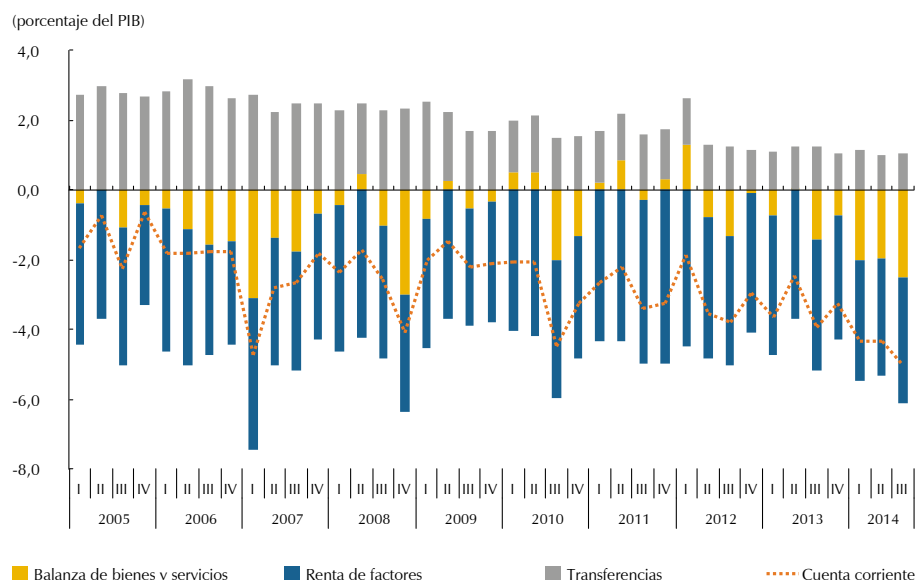
17 Por ser activos líquidos, la probabilidad de un retiro de inversión extranjera en estos papeles es más elevada.

18 Véase Arteaga, Huertas y Olarte (2012). “Índice de desbalance macroeconómico”, Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República.

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

En lo corrido de 2014 a septiembre el déficit en la cuenta corriente se ubicó en 4,6% del PIB, 1,3 pp superior al registro de igual período de 2013 (Gráfico 48). Por el lado del financiamiento, a diferencia del año anterior, el mayor ingreso de capitales extranjeros correspondió a inversiones de cartera¹⁹ (60% del total) y en menor medida a flujos de IED (40%). Como se observa en el Gráfico 49, desde finales de 2010 las inversiones netas de cartera han venido ganando relevancia en la financiación de la cuenta corriente, tendencia que se acentuó en 2014.

Gráfico 48
Cuenta corriente



Nota: los datos se presentan de acuerdo con las recomendaciones de la versión sexta del *Manual de Balanza de Pagos*, propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>
Fuente: Banco de la República.

Junto con la caída del precio del petróleo se observó una ampliación del déficit corriente y una fuerte depreciación nominal y real del peso colombiano.

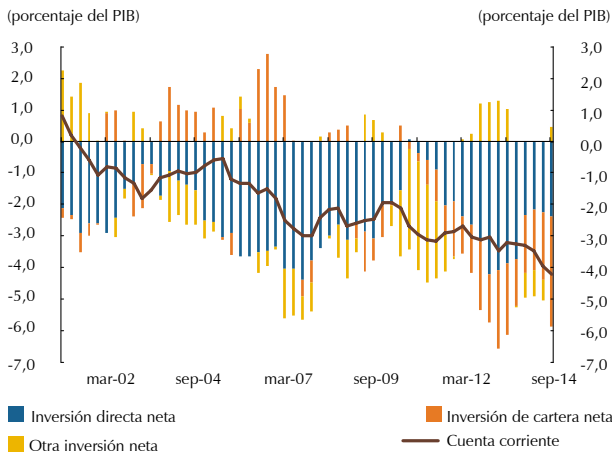
Como se explicó en el capítulo I, para el cuarto trimestre cabe esperar una mayor ampliación del déficit, dado el dinamismo de las importaciones y el deterioro en las ventas externas; esto último debido principalmente a la fuerte caída en la cotización internacional del petróleo registrada a final de año. Por el lado del financiamiento, la contribución de las inversiones de cartera a los ingresos externos habría sido importante, mientras que el aporte de la IED pudiera haber disminuido.

Entre julio y diciembre de 2014, al tiempo con la caída en el precio del crudo, el peso colombiano mostró una fuerte depreciación frente al dólar (26%) y, en menor medida, respecto al promedio de monedas de los socios comerciales (20,1%). La prima de riesgo a cinco años también aumentó (0,5 pp) y la tasa de cambio real se depreció entre 14,4% y 19,3%, según el indicador que se utilice²⁰. De esta forma, a

19 Principalmente en títulos de deuda pública.

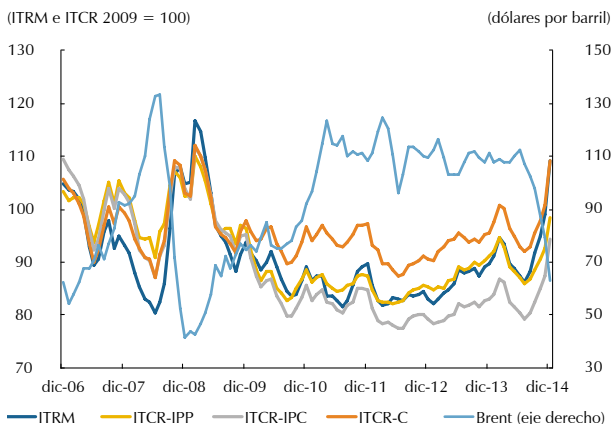
20 Los índices de tasa de cambio real que se presentan en este capítulo son el ITCR-IPC, el ITCR-IPP y el ITCR-C. Los dos primeros comparan el poder adquisitivo del peso colombiano con el de los

Gráfico 49
Cuenta corriente y su financiamiento



Nota: de acuerdo con la versión sexta del *Manual de Balanza de Pagos* propuesta por el FMI, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente, por tanto, los flujos activos (constitución de activos el exterior) se presentan con signo positivo y los pasivos con signo negativo. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 50
Tasa representativa del mercado, tasa de cambio real y precio del petróleo



ITRM: índice de la tasa representativa del mercado; ITCR: índice de la tasa de cambio real; IPP: índice de precios al productor; IPC: índice de precios al consumidor; C: competitividad.
Nota: el ITCR-IPP y el ITCR-IPC comparan el poder adquisitivo del peso colombiano frente al de nuestros veinte principales socios comerciales, utilizando como deflactor el IPP y el IPC, respectivamente. En el ITCR-C, o de competitividad, la comparación se hace frente a nuestros principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles.
Fuentes: Datastream, Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

finales de 2014 la tasa de cambio nominal y los diferentes índices de tasa de cambio real retornaron a niveles no vistos desde 2009 (Gráfico 50).

Si gran parte de la caída del precio del petróleo tiene carácter permanente, ello sería coherente con un cambio estructural en los términos de intercambio, en la dinámica del ingreso nacional y en el costo del financiamiento externo. En adición a lo anterior, de presentarse una normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, ello implicaría tasas de interés mundiales más altas, escenario que sería consistente con un tipo de cambio real y de costo de financiamiento externo superiores a los observados en los últimos años.

Por el lado de la cuenta corriente, hacia el mediano plazo la caída en el precio del petróleo y un posible descenso en el nivel de producción del crudo²¹ serían factores que generarían menores ingresos en la balanza comercial. No obstante, la reducción en la remisión de utilidades del sector petrolero compensaría gran parte de este hecho. La depreciación real, por su parte, incentivaría las exportaciones no mineras y reduciría la demanda por importaciones, hechos que contribuirían al ajuste de la cuenta corriente. El mayor costo de financiamiento externo y la recuperación económica de nuestro mayor socio comercial (los Estados Unidos) serían factores que también aportarían a reducir el déficit corriente.

En un contexto donde los desbalances externos del país se ajustan, los riesgos hacia el mediano plazo se reducen. No obstante, dada la incertidumbre que existe en torno a las condiciones de liquidez internacional, no se puede descartar que el crecimiento más débil del ingreso nacional ocurra junto con iguales o mayores valores de financiamiento externo. En ese caso, la de-

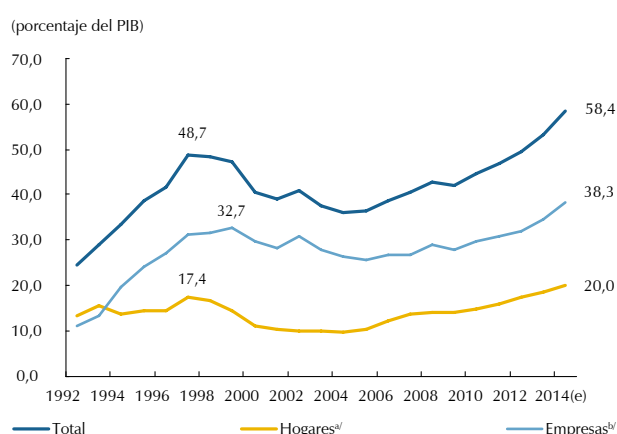
veinte principales socios comerciales (se ponderan por la participación en el comercio no tradicional). En el ITCR-C, la comparación se realiza frente a los principales competidores en café, banano, flores y textiles en los Estados Unidos. Véase: i) “Tasa de cambio real (TCR): definición y metodología de cálculo en Colombia”, *Reportes del Emisor*, núm. 40, 2002, Banco de la República; ii) “Actualización del índice de tasa de cambio real de competitividad (ITCR-C)”, *Reportes del Emisor* núm. 65 2004, Banco de la República.

21 Si se presentan menores niveles de inversión en el sector, la producción de petróleo puede descender. Adicionalmente, se puede registrar una menor tasa de recobro, ya que su costo en ciertos pozos, más los riesgos asociados, podría ser superior al ingreso que se obtendría con los actuales niveles de precios del crudo.

preciación real se moderaría y, con ella, la corrección de la cuenta corriente. En un escenario como este, se seguirían acumulando pasivos externos y aumentaría el riesgo sobre la estabilidad macroeconómica del país. La economía colombiana estaría más vulnerable a un choque adverso que, de presentarse, obligaría al país a pagar las obligaciones externas a un tipo de cambio más alto. En dicho escenario, sería determinante el tipo de gasto que haya financiado el ahorro externo, así como la magnitud y velocidad con que se den los ajustes.

B. ENDEUDAMIENTO

Gráfico 51
Endeudamiento del sector privado



e: estimado.

Nota: Incluye la cartera y el *leasing* financiero con los establecimientos de crédito, con el Fondo Nacional del Ahorro (FNA), con las cooperativas de ahorro y crédito y con los fondos de empleados; bonos emitidos por las empresas del sector real y el endeudamiento directo con el exterior. Se estiman los saldos para algunas modalidades para el cierre de 2014.

a/ Corresponde a las modalidades de consumo e hipotecaria, cartera convencional y *leasing*. Incluye titularizaciones de cartera hipotecaria y la cartera del FNA.

b/ Corresponde a los créditos comerciales y microcrédito (de todas las entidades consideradas), endeudamiento externo directo y bonos.

Fuentes: Superintendencia Financiera, Superintendencia Solidaria, Fogacoop y Banco de la República

Al cierre de 2014 el endeudamiento del sector privado se estima en 58,4% del PIB²², valor que corresponde al máximo histórico. De este, el de las empresas representa las dos terceras partes (38,3% del PIB) y el de los hogares el tercio restante (20% del PIB) (Gráfico 51). Frente a 2013 el nivel de endeudamiento se incrementó en cerca de 5 pp, siendo las empresas las que explican la mayoría de dicho aumento (3,7 pp).

La depreciación del peso en 2014 (24% frente al dólar con información al cierre), que afectó la deuda en moneda extranjera, explicó cerca de la mitad del incremento de la deuda relativa a PIB (2,2 pp)²³. Ejercicios realizados por el Banco²⁴ indican que, en general, quienes tienen esta clase de pasivos son compañías grandes, con capital extranjero, con algún tipo de cobertura natural (por ejemplo, ingresos o activos en dólares) o con coberturas financieras, por lo que la depreciación reciente no habría producido un deterioro generalizado en sus balances que pueda poner en peligro su estabilidad. Cabe mencionar que el saldo de las obligaciones

en moneda extranjera (expresado en dólares) creció solo 4%, muy por debajo de las otras modalidades de endeudamiento²⁵.

22 Incluye la cartera y el *leasing* financiero con los establecimientos de crédito, con el Fondo Nacional del Ahorro (FNA), con las cooperativas de ahorro y crédito y con los fondos de empleados; los bonos emitidos por las empresas del sector real y el endeudamiento directo con el exterior. Incluye estimaciones para el PIB y para algunos de los componentes del endeudamiento.

23 El cálculo se realiza convirtiendo la deuda en dólares al cierre de 2013 y de 2014 con el mismo tipo de cambio y comparando la relación de este valor frente al PIB. Una crítica a esa aproximación es que si la tasa de cambio se hubiera mantenido constante, el endeudamiento en dólares posiblemente habría tenido un comportamiento diferente.

24 Véase Montes, E.; Niño, J.; Restrepo, S. (2014). "Descalces cambiarios de las firmas no financieras en Colombia", Borradores de Economía núm. 805, Banco de la República.

25 La cartera en pesos de los establecimientos de crédito, por ejemplo, que representa casi el 70% del endeudamiento considerado en este ejercicio, creció cerca de 13%.

Al cierre de 2014 el endeudamiento del sector privado se estima en 58,4% del PIB.

Por su parte, en 2014 el endeudamiento de los hogares mantuvo su dinamismo y creció a un ritmo similar al registrado en 2013 (14%). El crédito de consumo presentó una variación anual relativamente constante a lo largo del año, mientras las modalidades relacionadas con la compra de vivienda se desaceleraron en el segundo semestre.

Hacia adelante, un mayor costo o una menor disponibilidad de financiamiento externo podrían generar incentivos en las grandes empresas para sustituirlo por fuentes internas. En un escenario como este, y a menos que haya una reducción en la demanda por crédito, se generaría una presión al alza en las tasas de interés (tanto activas como pasivas). Si bien los organismos de crédito podrían utilizar recursos propios (patrimonio o recomposición del activo) para financiar expansiones adicionales de crédito, su espacio es limitado ya que lo vienen haciendo desde 2012²⁶.

Sin embargo, en el caso de que Colombia siga disfrutando de amplios recursos del financiamiento externo a un costo bajo, y dado que la demanda por crédito se mantiene dinámica²⁷, existe el riesgo de que los niveles de endeudamiento, tanto de las empresas como de los hogares, sigan aumentando. Lo anterior, si bien contribuiría al dinamismo del gasto en el corto plazo, no es deseable en un horizonte de mediano plazo. Altos niveles de apalancamiento de una economía la hacen más vulnerable a cambios adversos en las condiciones económicas.

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

Durante 2014 los precios de la vivienda mostraron una tendencia a la desaceleración, aunque continuaron incrementándose varios puntos porcentuales por encima de la inflación al consumidor. Con datos a septiembre, el precio de la vivienda nueva (IPVN del DANE) creció 6,1% anual; el de la vivienda usada (IPVU del Banco de la República) lo hizo al 7,6% anual; y el de la vivienda nueva en Bogotá (IPVN del Departamento Nacional de Planeación) se ajustó 6,7% anual (Gráfico 52).

Los precios de la vivienda mostraron una tendencia a la desaceleración, aunque continuaron creciendo varios puntos por encima de la inflación al consumidor.

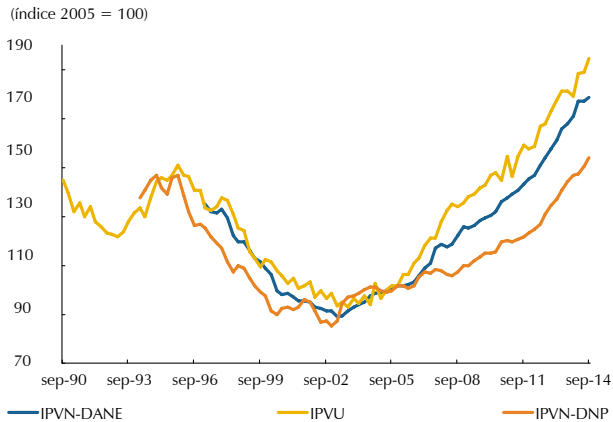
La desaceleración que registran los índices agregados puede ser resultado de la heterogeneidad en el mercado de vivienda. Las cifras del IPVN del DANE muestran ajustes de precios que varían significativamente entre ciudades y entre niveles de ingresos. En Barranquilla y Cali, por ejemplo, las variaciones anuales en dicho índice fueron cercanas al 9% (una vez descontada la inflación), mientras que en Bucaramanga, que en años anteriores tuvo un dinamismo considerable, el ajuste estuvo 1% anual por encima del IPC. Por niveles de ingre-

26 Según muestran los balances de los establecimientos de crédito, el uso del patrimonio como fuente de financiamiento ha sido cercano a COP 8 billones en cada uno de los últimos tres años.

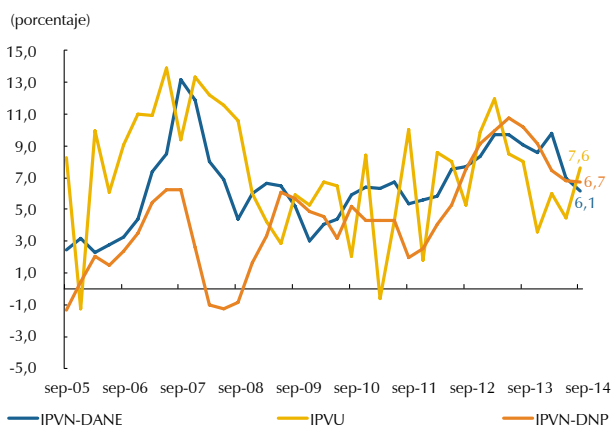
27 Véase la *Reporte sobre la Situación del Crédito en Colombia* de diciembre de 2014, Banco de la República.

Gráfico 52
Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)

A. Índices



B. Variación anual



Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

En Medellín, por ejemplo, en ingresos altos este indicador revela un ajuste anual real cercano al 1%, e incluso negativo para los ingresos bajos en Bogotá o Barranquilla, mientras que en las mismas ciudades, los ajustes para los ingresos medios son superiores al 10%.

Como se mencionó en el anterior *Informe sobre Inflación*, problemas de escasez de suelo en ciertas ciudades generan restricciones en la oferta de vivienda nueva. Sin embargo, algunos factores por el lado de la demanda podrían estar ejerciendo presiones hacia una menor dinámica. En primer lugar, los programas de vivienda del Gobierno son menos amplios y más focalizados a sectores vulnerables de la población. Adicionalmente, la fuerte depreciación del peso ha incrementado el atractivo por inversiones en moneda extranjera. Finalmente, la reducción en el ritmo de ajuste de los arriendos y en los precios de la vivienda también ha disminuido la rentabilidad de la finca raíz como activo. No obstante, en un escenario donde se mantenga la disponibilidad de recursos externos, o en el que no se normalicen las tasas de interés en las economías avanzadas, el atractivo por inversiones en moneda extranjera disminuiría a favor de activos locales, como la finca raíz.

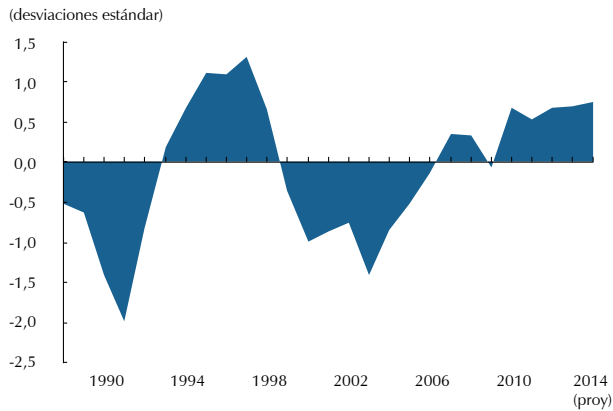
D. ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO (IDM)

La información disponible muestra que en 2014 se dio una ampliación del déficit externo, una corrección de la TCR en el segundo semestre, un aumento en el ritmo de endeudamiento hacia finales del año por cuenta de la depreciación y una desaceleración en los precios de la vivienda.

Con ello, las estimaciones del equipo técnico indican que se habría ampliado ligeramente el desequilibrio agregado frente al de 2013, principalmente por cuenta del mayor desbalance en la cuenta corriente y, en menor medida, por el de los precios de la vivienda. Por su parte, la TCR y el crédito habrían tenido correcciones, acercándose a sus niveles de largo plazo (gráficos 53 y 54).

La caída en los precios del petróleo ha sido un choque adverso de magnitud considerable que tendrá un impacto sobre el comportamiento macroeconómico del país. Si bien la tasa de cambio flexible es un mecanismo que contribuye a moderar los efectos negativos de dicha caída sobre el producto, cabe esperar que el deterioro en la dinámica del ingreso nacional y en las primas de riesgo moderen los

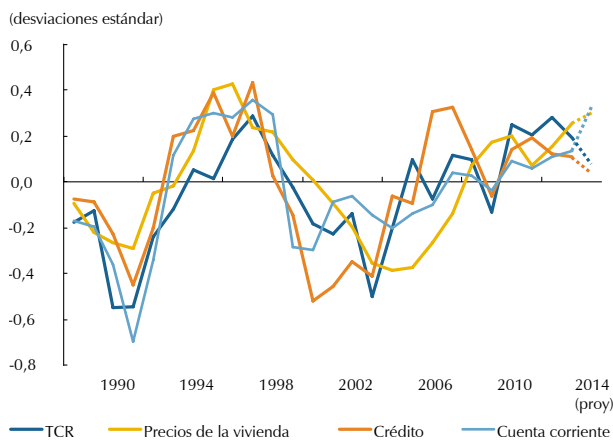
Gráfico 53
Índice de desbalance macroeconómico



(proy): proyectado.
Fuente: Banco de la República.

desbalances, cuyas estimaciones se presentan en esta sección. No obstante, si las condiciones de amplia liquidez internacional y bajas tasas de interés externas persisten, dicha moderación podría no darse.

Gráfico 54
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito^{a/}



(proy): proyectado.
a/ Las brechas se calculan como la diferencia entre el valor observado y la estimación del valor de largo plazo.
Para la TCR se presenta su negativo, de forma tal que en todos los casos brechas positivas indiquen desbalances.
Fuente: Banco de la República.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2015 y 2016. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 20 de enero de 2015.

1. Proyecciones para 2015

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 3,8%, 80 pb menos que el estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 3,5%.

Cuadro A1
Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros para 2015

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	3,50	3,30	2.600	4,20	2,80	9,0
ANIF ^{a/}	3,80	3,20	n. d.	4,20	2,80	9,7
Banco de Bogotá ^{a/}	4,00	3,06	2.315	4,49	2,80	9,3
Bancolombia	3,90	3,41	2.350	4,20	2,60	8,1
BBVA Colombia ^{a/}	3,60	3,50	2.355	4,09	2,80	9,4
BGT Pactual ^{a/}	3,90	3,30	2.250	n. d.	2,80	8,0
Corficolombiana	4,80	3,20	2.000	4,75	2,80	n. d.
Corpbanca ^{b/}	4,30	3,17	2.250	4,75	2,30	8,7
Corredores Davivienda ^{c/}	3,00	3,62	2.475	3,90	n. d.	n. d.
Credicorp Capital ^{d/}	3,70	3,30	2.250	4,30	1,70	9,0
Davivienda ^{a/}	3,50	3,62	2.300	4,15	3,00	8,5
Fedesarrollo ^{a/}	3,90	3,40	2.400	n. d.	2,90	n. d.
Ultrabursátiles	4,00	3,14	2.480	4,70	n. d.	9,0
Promedio	3,84	3,32	2.335,4	4,34	2,66	8,9
Analistas externos						
Citi	3,80	3,30	2.500	4,50	2,90	9,5
Deutsche Bank	3,80	3,80	2.570	n. d.	3,00	n. d.
Goldman Sachs	3,20	3,50	2.317	n. d.	3,00	n. d.
JP Morgan	3,30	3,00	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
Promedio	3,53	3,40	2.462,3	4,50	2,97	9,5

n. d.: no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antigua Banco Santander.

c/ Antigua Corredores Asociados.

d/ Antigua Correval.

Fuente: encuesta electrónica.

Cuadro A2
Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros para 2016

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	2,00	2,30	2.900
ANIF	4,30	3,00	n. d.
Banco de Bogotá	5,00	3,00	2.400
Bancolombia	4,50	3,04	2.450
BBVA Colombia	4,00	3,30	2.235
BGT Pactual	n. d.	n. d.	n. d.
Corficolombiana	3,50	3,00	2.050
Corpbanca ^{a/}	4,30	3,00	2.200
Corredores Davivienda ^{b/}	2,80	n. d.	2.350
Credicorp Capital ^{c/}	3,00	2,90	2.200
Davivienda	3,20	3,69	n. d.
Fedesarrollo	4,50	3,30	2.300
Ultrabursátiles	4,20	3,00	2.650
Promedio	3,78	3,05	2.373,5
Analistas externos			
Citi	4,00	3,00	2.500
Deutsche Bank	3,40	2,70	n. d.
Goldman Sachs	3,40	3,00	2.363
JP Morgan	2,80	3,00	n. d.
Promedio	3,40	2,93	2431,5

n. d.: no disponible.

a/ Antiguo Banco Santander.

b/ Antiguo Corredores Asociados.

c/ Antiguo Correval.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén una inflación del 3,3%, mientras que los extranjeros estiman un incremento de 3,4% en los precios al finalizar el año. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la JDBR para 2015 (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 COP 2.335, frente a los COP 2.102 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP 2.462 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,3%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 8,9%.

2. Proyecciones para 2016

Para 2016 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,8% y los extranjeros uno de 3,4%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,1% y 2,9%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 2.374 y las externas de COP 2.432.