



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Marzo de 2012*



* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 30 de abril de 2012.

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

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Coyuntura internacional	15
B. Balanza de pagos de Colombia	23
Recuadro 1: Dinámica reciente de las exportaciones industriales	27
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	30
A. El PIB en el cuarto trimestre de 2011 y en todo 2011	30
B. Pronóstico de corto plazo del PIB	33
III. Desarrollos recientes de la inflación	39
A. La inflación básica	41
B. La inflación de alimentos	43
IV. Pronósticos de mediano plazo	44
A. Crecimiento económico	44
B. Inflación	48
Recuadro 2: Dos nuevas medidas de la brecha del producto	55
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	57
A. Déficit en cuenta corriente	58
B. Evolución del crédito y del precio de la vivienda	61
Recuadro 3: Estimación panel de los precios de la vivienda	64
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	68

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Crecimiento mundial y proyecciones	16
Gráfico 2	PMI manufacturero y de servicios de la zona del euro	16
Gráfico 3	PIB real de los Estados Unidos	17
Gráfico 4	Variación anual de los índices de producción industrial para algunas economías asiáticas	18
Gráfico 5	Índices accionarios globales (MSCI)	19
Gráfico 6	Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios para algunas economías avanzadas	19
Gráfico 7	Tasas de interés de los bonos de deuda pública a 10 años para algunas economías europeas	20
Gráfico 8	<i>Credit default swaps</i> a cinco años para algunos países de América Latina	20
Gráfico 9	Índices de tasas de cambio nominales para algunos países de América Latina	20
Gráfico 10	Precios internacionales del petróleo	21
Gráfico 11	Índice de precios de alimentos de la FAO	21
Gráfico 12	Exportaciones totales	24
Gráfico 13	Exportaciones industriales sin productos básicos	25
Gráfico 14	Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador y resto	25
Gráfico 15	Importaciones de bienes (FOB)	25
Gráfico 16	Producto interno bruto	30
Gráfico 17	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	34
Gráfico 18	Muestra mensual de comercio al por menor	34
Gráfico 19	Tasas de interés reales de los hogares	35
Gráfico 20	Tasa de desempleo	35
Gráfico 21	Tasa de desempleo total nacional y trece áreas	36
Gráfico 22	Empleo por tipo de ocupación y total de ocupados	36
Gráfico 23	Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo	36
Gráfico 24	Índice de producción industrial sin trilla de café	37
Gráfico 25	Indicadores de pedidos y existencias de la industria	37
Gráfico 26	Imaco: líder cinco meses del PIB	37
Gráfico 27	Inflación anual al consumidor	39
Gráfico 28	IPP total	40
Gráfico 29	Índices de los costos salarial, no salarial y componente importado a partir de la matriz de contabilidad social	41
Gráfico 30	Indicadores de inflación anual básica	41
Gráfico 31	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	41
Gráfico 32	IPC de no transables	42
Gráfico 33	Promedio de incremento en el canon de arrendamiento de las viviendas desocupadas que se volvieron a arrendar	42
Gráfico 34	IPC de regulados y sus componentes	43
Gráfico 35	IPC de alimentos	43
Gráfico 36	IPC de alimentos por grupos	43
Gráfico 37	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	47
Gráfico 38	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	47

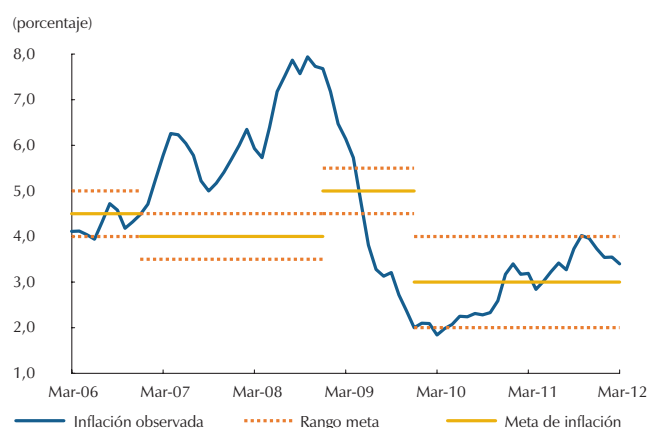
Gráfico 39	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	48
Gráfico 40	Pronóstico de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa	49
Gráfico 41	Encuesta trimestral de expectativas	50
Gráfico 42	Expectativas de inflación derivadas de los TES (a 2, 3 y 5 años)	50
Gráfico 43	<i>Fan chart</i> de la inflación total	52
Gráfico 44	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	52
Gráfico 45	Inversión como porcentaje del PIB en Colombia	58
Gráfico 46	Tasa de inversión en algunos países de América Latina	58
Gráfico 47	Inversión: participación por sectores	58
Gráfico 48	Inversión extranjera directa por sectores	59
Gráfico 49	Cuenta corriente sectorial de la balanza de pagos	59
Gráfico 50	Cuenta corriente sectorial sin sector minero-energético	59
Gráfico 51	A. Participación por tipo de bien dentro de las importaciones del comercio	60
	B. Participación por tipo de bien dentro de las importaciones de la industria	60
	C. Participación por tipo de bien dentro de las importaciones de las empresas no calificadas	60
Gráfico 52	Brecha de la cuenta corriente y percentiles	60
Gráfico 53	Crecimiento real anual de la cartera	61
Gráfico 54	Crecimiento real anual de la cartera vencida	62
Gráfico 55	A. Índices del precio de la vivienda relativo al IPC	62
	B. Variación anual del IPVU e IPVN	62
Gráfico 56	IPVU real por ingresos en Bogotá	63

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	22
Cuadro 2	Pronósticos para los bienes básicos exportados por Colombia	23
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	31
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	33
Cuadro 5	Indicadores de inflación al consumidor	40

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Gráfico A
Inflación anual al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En marzo de 2012 la inflación anual se situó en 3,4%, cifra inferior en 15 puntos básicos (pb) a la registrada en diciembre pasado (Gráfico A). El descenso en la inflación anual se viene registrando desde octubre, mes cuando alcanzó el mayor registro de 2011 (4%).

Más de la mitad (58%) de la desaceleración de la inflación observada en el primer trimestre de 2012 se explicó por el menor ritmo de aumento en los precios de los alimentos. Este grupo, que había sido afectado por factores climáticos, pasó de incrementarse anualmente 5,3% en diciembre a 4,6% en marzo. En el mismo período el índice de precios al consumidor (IPC) de regulados redujo su crecimiento anual de 5,8% a 4,9%, y aportó el 38% de la caída de la inflación. El precio de los combustibles, que registró altos aumentos anuales

durante el primer trimestre de 2012 (4,9% en promedio), pero menores a los observados un año atrás (10,5% en promedio), explicó la desaceleración del grupo de regulados.

El cambio anual del IPC sin alimentos y el resto de medidas de inflación básica que calcula el Banco se mantuvo relativamente estable en el trimestre. De hecho, entre enero y marzo de 2012 el promedio de dichas medidas permaneció alrededor de 3%, después de haber tenido una tendencia ascendente desde mediados de 2010.

Dentro del IPC sin alimentos ni regulados, la variación anual del grupo de transables descendió 12 pb en el primer trimestre y se situó a marzo en 0,7%. La apreciación del peso observada en los meses recientes explica parte de este resultado. En el mismo período los no transables pasaron de crecer anualmente de 3,6% a 3,7%. Esta lenta aceleración obedeció al comportamiento de los arriendos, los cuales vienen presentando mayores aumentos desde junio de 2011.

La menor inflación, al igual que las acciones de política monetaria ejecutadas por la Junta Directiva del Banco de la República, contribuyeron para que las expectativas de inflación descendieran a lo largo del primer trimestre. A mediados de abril las diferentes medidas de esta variable se situaron entre 3% y 3,5%. Cabe esperar que dichas expectativas converjan hacia la meta de inflación de largo plazo (3%). En materia de actividad económica, el aumento real del PIB del cuarto trimestre de 2011 (6,1%), al igual que el de todo el año (5,9%), ratificó la expansión robusta de la economía. La dinámica de la demanda interna, que había presentado una tendencia creciente trimestre tras trimestre, se desaceleró a finales de año y registró una tasa de 7,9%, igual a la observada a comienzos de 2011.

La información más reciente sugiere que en el primer trimestre de 2012 la economía colombiana crecería a un buen ritmo, pero menor al registrado a finales del año pasado. Con cifras a febrero, el comportamiento tanto de la producción nacional de los bienes de capital como el de las importaciones de estos mismos en dólares indica que la inversión podría desacelerarse. De igual forma, la baja cosecha cafetera y la menor producción de petróleo debido a problemas de orden público sugieren que las exportaciones crecerían a menor ritmo en el trimestre.

En cuanto al consumo privado, los datos disponibles a comienzos de año apuntan a que su desempeño podría ser similar al observado a finales de 2011. En enero y febrero las ventas minoristas en pesos y las importaciones de bienes de consumo en dólares presentaron crecimientos anuales superiores a los registrados en el cuarto trimestre del año pasado. Algo similar señaló el buen comportamiento del mercado laboral: entre enero y marzo la tasa de desempleo volvió a descender y el empleo asalariado aumentó a una tasa promedio de 5%.

Los resultados del índice de confianza de los consumidores, medido por Fedesarrollo, confirma la elevada dinámica de los diferentes indicadores asociados al consumo privado. Pese a que en febrero y marzo de 2012 se dieron algunas caídas en el índice de confianza, su promedio fue superior al observado en el último trimestre de 2011, con unos que niveles que se pueden calificar como históricamente altos.

El consumo y la inversión siguen apoyados por un crédito que crece a tasas reales altas, especialmente el dirigido a los hogares. Entre enero y marzo la cartera de consumo, y en menor medida la hipotecaria, aumentaron a tasas reales elevadas, similares a las observadas a finales del año pasado. La cartera comercial se desaceleró, pero continúa con una dinámica muy superior a la expansión del PIB. Todas estas modalidades de crédito se han dado a unas tasas de interés reales menores que los promedios calculados desde 2000 (exceptuando tarjetas de crédito).

En cuanto al panorama externo, las perspectivas sobre el crecimiento global para 2012 mejoraron, aunque los riesgos de una fuerte desaceleración mundial se mantienen latentes, en especial por la situación en Europa. En dicho continente la información disponible indica que en el primer trimestre un buen número de países continuó en recesión, aunque menos profunda que la contracción registrada entre 2008 y 2009.

En los Estados Unidos los indicadores de actividad real para los primeros tres meses del año muestran que la economía ha seguido expandiéndose a un ritmo moderado y mejor al esperado, gracias al mayor dinamismo del consumo y de su actividad industrial. Pese a ello, las cifras de marzo y abril de su mercado laboral mostraron de nuevo síntomas de debilidad. Además, la información reciente sobre ventas de viviendas nuevas y usadas no sugiere una pronta recuperación del sector. En relación con las economías en desarrollo, durante el primer trimestre de 2012 el PIB de China se desaceleró según lo previsto, y en el resto de las economías de Asia emergente se registraron algunos repuntes en la actividad industrial y en las exportaciones. Los principales países de América Latina han seguido creciendo a una tasa algo menor a la de su potencial y las primas de riesgo descendieron como consecuencia del buen momento por el que pasa la región. Todo esto podría indicar que los efectos de la contracción de la zona del euro sobre las economías emergentes son todavía limitados.

Con respecto a los precios internacionales, entre diciembre de 2011 y marzo del presente año las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el Norte de África incrementaron las cotizaciones del petróleo a niveles elevados. Sin embargo, a mediados de abril estas tensiones cedieron un poco y permitieron un descenso en dichas cotizaciones. Los precios internacionales de los alimentos, aunque presentaron algunos aumentos en enero, debido a fenómenos climáticos, no han evidenciado una tendencia alcista como en 2011, hecho que alivia las presiones inflacionarias.

Con este contexto de crecimiento e inflación, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas mantienen una política monetaria laxa. Las perspectivas actuales y los anuncios de las autoridades monetarias sugieren que sus tasas de interés continuarán bajas por un buen tiempo, mientras la inflación lo permita. En las economías emergentes la mayoría de bancos centrales han mantenido inalteradas sus tasas de intervención, con algunas excepciones como en Brasil e India, donde las autoridades las disminuyeron.

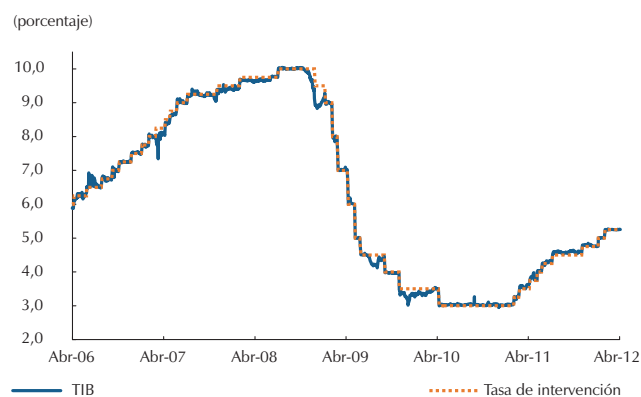
En resumen, es probable que en el presente año el incremento en la demanda externa de nuestros principales socios comerciales sea positivo, pero menor al observado en 2011; los términos de intercambio pueden conservar niveles altos que estimulan el ingreso nacional; las tasas de interés internacionales continuarían en niveles bajos, y las primas de riesgo mundial, que en el caso de Colombia se encuentra en mínimos históricos, seguirían siendo afectadas por los acontecimientos en Europa.

Con este panorama interno y externo el equipo técnico estima que en el primer trimestre del presente año el crecimiento anual de la economía colombiana estará en un rango entre 4,5% y 5,9%. Para todo 2012 el intervalo se mantuvo entre 4% y 6%. Las proyecciones de brecha de producto indican que esta seguiría en terreno positivo en 2012 y 2013.

A lo largo del primer trimestre el mayor riesgo de los pronósticos centrales de crecimiento era y sigue siendo un ajuste desordenado en Europa. De materializarse

dicho riesgo, la economía mundial crecería considerablemente menos de lo esperado, los precios internacionales de los bienes básicos podrían caer y la aversión global al riesgo exacerbarse, todo lo cual afectaría adversamente la economía colombiana. Además, las tensiones políticas en Medio Oriente podrían llevar a incrementos en el precio del petróleo que, aunque inicialmente elevan los ingresos de exportaciones colombianas, pueden afectar negativamente el crecimiento mundial. Por su parte, el principal riesgo sobre la inflación proviene de expansiones excesivas en la demanda o aumentos en los costos superiores a los previstos, con efectos fuertes y perdurables sobre las expectativas y la credibilidad de la política monetaria. En un horizonte de tiempo más largo, una expansión excesiva del crédito o del precio de algunos activos puede ser fuente de desequilibrios financieros, con consecuencias negativas sobre la sostenibilidad del crecimiento del producto y el empleo.

Gráfico B
Tasa de intervención y TIB



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con la evaluación del balance de estos riesgos, la Junta Directiva decidió realizar dos incrementos de 25 pb en la tasa de interés de referencia en enero y febrero del 2012. Con ello la tasa repo de expansión a un día pasó de 4,75% en diciembre de 2011 a 5,25% en febrero. En las reuniones de marzo y abril no modificó ese último nivel (Gráfico B).

Adicionalmente, en la reunión de febrero de 2012 la Junta decidió extender el programa de compras diarias de dólares por montos mínimos de US\$20 millones al menos hasta el 4 de agosto del mismo año, y en la de abril decidió extender el programa hasta el 2 de noviembre.

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

José Darío Uribe Escobar
Gerente General
Banco de la República

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Óscar Iván Ávila

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Ánderson Grajales

Daniel Parra

José David Pulido

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Rocío Betancourt (jefa de sección), Carolina Arteaga, Luis Hernán Calderón, Celina Gaitán, y Joan Granados, de la Sección de Programación Macroeconómica; Julián Pérez y Sergio Olarte, asistentes de la Dirección; Eliana González, jefa de la Sección de Estadística; Andrés González (director), Diego Rodríguez (jefe de sección), Christian Bustamante, Alexander Guarín, Martha López, Sergio Ocampo, Norberto Rodríguez, y Óscar Soler del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Enrique López, investigador principal de la Unidad de Investigaciones; Evelyn Tique, Juan Sebastián Amador y Mónica Mahecha, estudiantes en práctica.

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

La economía de la zona del euro continuó debilitándose. Pese a ello, el contagio sobre el resto de economías ha sido limitado.

Para el resto del año no se esperan aumentos en las tasas de interés de intervención por parte de los bancos centrales de los países desarrollados.

Los pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales de Colombia mejoraron con respecto al trimestre anterior.

Los precios internacionales de los principales productos exportados por Colombia, aunque inferiores a los de 2011, se mantendrían en niveles elevados.

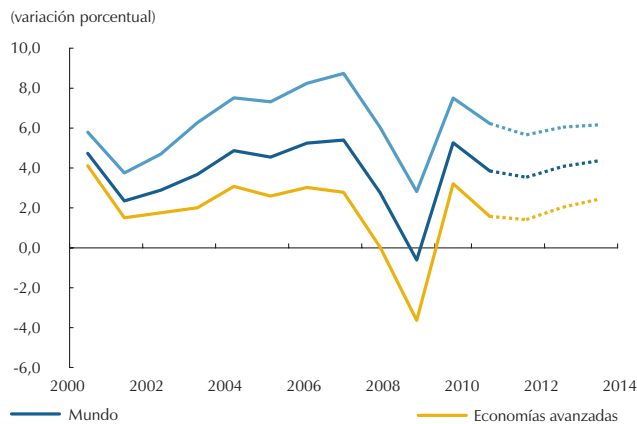
A. COYUNTURA INTERNACIONAL

1. Actividad real

Las perspectivas sobre el crecimiento global para 2012 han mejorado ligeramente con respecto a lo que se esperaba hace tres meses, entre otras cosas gracias a la mejora de las condiciones de liquidez en Europa debido a las acciones tomadas por sus autoridades económicas y a que el contagio de la recesión en ese grupo de países sobre el resto de economías del mundo ha sido moderado. Sin embargo, los riesgos se mantienen a la baja, en tanto la situación europea no se ha solucionado del todo y los precios del petróleo continúan en niveles altos.

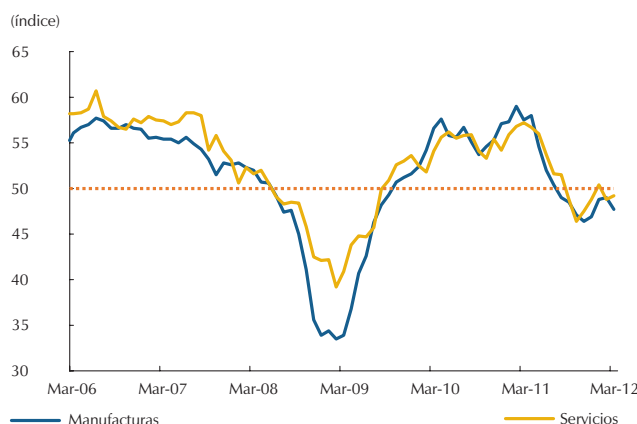
La mayoría de analistas y el Fondo Monetario Internacional (FMI) modificaron sus pronósticos de crecimiento tanto para las economías avanzadas como para las emergentes. En el caso de las primeras la revisión obedece a una mejora de las condiciones económicas en los Estados Unidos y Japón, cuyos indicadores de actividad real han estado por encima de lo esperado. En las economías emergentes el escaso contagio hasta ahora observado de la situación europea estaría generando

Gráfico 1
Crecimiento mundial y proyecciones



Fuente: FMI.

Gráfico 2
PMI manufacturero y de servicios de la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

una expansión mayor que la prevista hace tres meses (Gráfico 1).

Como se anticipó en el *Informe sobre Inflación* anterior, el PIB de la zona del euro se contrajo en el último trimestre de 2011 en 0,3% trimestral. Esta economía se vio afectada por el aumento en las tensiones financieras asociadas con los problemas de solvencia que enfrentan los países de la periferia y que se recrudecieron en los últimos meses del año. La información disponible en lo corrido del presente año sugiere que el producto interno bruto (PIB) de la zona habría seguido contrayéndose en el primer trimestre, aunque el ritmo de deterioro distaría mucho de parecerse al que se presentó durante la crisis financiera internacional de 2008-2009, cuando el PIB se contrajo 5,6%.

Una variable que apunta en esta dirección es la producción industrial, la cual retrocedió nuevamente en febrero, aunque en un porcentaje pequeño. De forma similar, los índices de sentimiento en los sectores de manufacturas y servicios con cifras a abril sumaron cuatro meses en terreno negativo, mientras que la confianza de empresarios y consumidores a marzo se mantuvo por debajo de su promedio desde el año 2000 (Gráfico 2). En estos dos últimos casos los descensos no han sido bruscos, lo que apoya el pronóstico de una contracción leve.

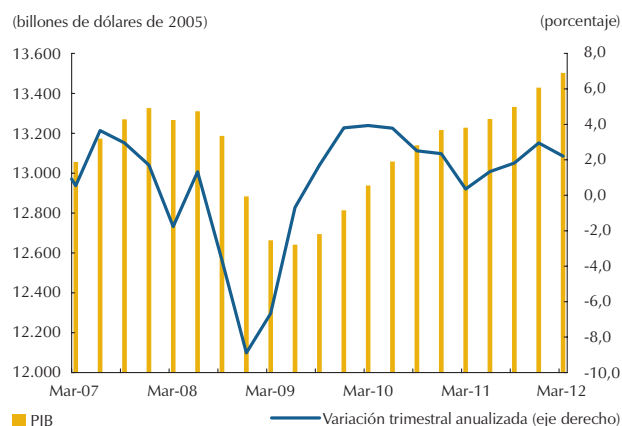
Cabe señalar que la disminución de la producción en la zona del euro estaría afectando no solo a los países de la periferia sino también a Alemania, la mayor economía de la región, como lo sugiere el comportamiento de su producción industrial. Sin embargo, en este caso, a diferencia de otros países, la confianza de empresarios y consumidores se mantiene por encima de su promedio histórico y la tasa de desempleo permanece en niveles bajos, por lo que se puede esperar una recuperación más rápida y fácil en los próximos meses. Así, en cierta medida, países como Alemania y Francia han seguido y deberán seguir amortiguando la caída del PIB de las economías de la periferia.

En este entorno las autoridades económicas han seguido adoptando medidas tendientes a contener la crisis soberana y evitar una mayor contracción de la producción. Así, en febrero el Banco Central Europeo (BCE) realizó una segunda ronda de operaciones de refinanciación a tres años para la banca comercial. A la par, el consejo europeo aprobó un nuevo plan de ayuda a Grecia, al igual que una ampliación del fondo de rescate para la región. Por su parte, los gobiernos de Italia y España han anunciado nuevos programas de ajuste fiscal y han comenzado a implementar reformas en sus mercados de trabajo.

Los efectos de estas medidas sobre la liquidez y los niveles de incertidumbre en los mercados financieros han sido positivos, como se discutirá más adelante. Sin embargo, los resultados sobre el desempeño del sector real de las economías de la periferia aún no se han apreciado. De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística español, la producción de dicho país se contrajo 0,3% en los primeros tres meses del año. De manera similar, la tasa de desempleo alcanzó un nuevo máximo en el primer trimestre de 2012 y las ventas al por menor completaron veintiún meses en terreno negativo. En esta misma línea, las tasas de desempleo en Grecia e Italia han seguido aumentando, mientras que la producción industrial y las ventas al por menor han continuado cayendo.

Contrario a la situación europea, en los Estados Unidos los indicadores de actividad real para el primer trimestre de 2012 muestran que esta economía ha

Gráfico 3
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

seguido expandiéndose a un ritmo moderado, gracias al mayor dinamismo del consumo y de la actividad industrial. Así, durante los primeros tres meses de 2012 el PIB aumentó 2,2% trimestral anualizado (t. a.) (Gráfico 3). Aunque la cifra de crecimiento representó una desaceleración con respecto al último trimestre de 2011 y fue inferior a la esperada por el mercado (2,5% t. a.) según Bloomberg, el comportamiento del consumo sorprendió al alza (2,9% t. a.), indicando que la demanda interna ha seguido fortaleciéndose. Por su parte, la menor expansión de la inversión, al igual que la contracción del gasto del Gobierno, contrarrestaron el mayor dinamismo del gasto de los hogares.

En los Estados Unidos un aumento en la confianza de los hogares, cierta reactivación del crédito y algunos avances en el mercado laboral han permitido un mayor gasto de los consumidores en los últimos meses. Por su parte, las exportaciones han seguido aumentando, aunque recientemente se han desacelerado en términos anuales, sugiriendo que la crisis europea ha tenido algún impacto en el comercio internacional de este país.

En relación con el mercado laboral estadounidense, su tasa de desempleo ha empezado a reducirse de nuevo, al pasar de 9,1% en agosto de 2011 a 8,2% en marzo de 2012. El menor desempleo ha estado apoyado, en parte, por una mayor creación de puestos de trabajo, los cuales superaron los 200 mil por mes entre diciembre y febrero. De manera similar, las solicitudes iniciales de seguro de desempleo se han ubicado por debajo de las 400 mil en los últimos meses, nivel que es consistente con dicho contexto.

A pesar de lo anterior, las cifras de marzo y abril no han sido bien recibidas por los analistas, puesto que la creación de empleo se desaceleró y las solicitudes iniciales de seguro de desempleo aumentaron ligeramente, evidenciando que el

Las economías de América Latina han seguido expandiéndose, aunque a un ritmo menor al de su potencial.

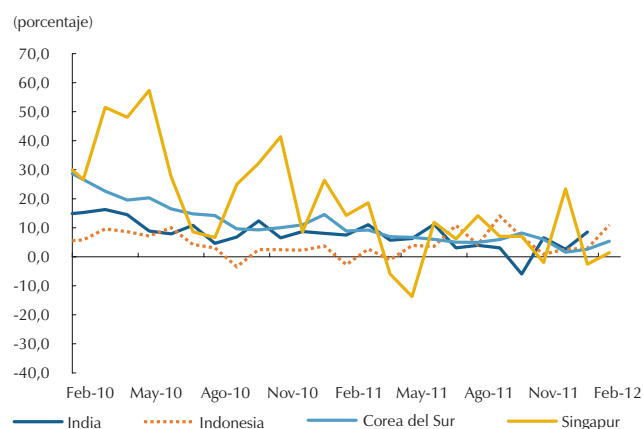
dinamismo del mercado laboral podría no ser del todo sostenible. A su vez, los índices de actividad real en las áreas de Nueva York y Filadelfia crecieron menos de lo esperado en abril, y los altos precios del petróleo han seguido transmitiéndose a los precios internos de la gasolina. Finalmente, vale la pena resaltar que el mercado de vivienda permanece débil y la información reciente sobre ventas de viviendas nuevas y usadas no sugiere una pronta recuperación.

Así las cosas, aunque las perspectivas económicas para los Estados Unidos han mejorado en los últimos meses, estas sugieren que dicho país continuará con una dinámica por debajo de su tasa histórica promedio (3,23%, desde 1949), como consecuencia de los desbalances que aún se mantienen.

En relación con las economías emergentes, durante el primer trimestre de 2012 el PIB se desaceleró nuevamente en China, pasando de crecer 8,9% anual en el cuarto trimestre de 2011 a 8,1% en los primeros tres meses del año. Pese a ello, algunos indicadores de actividad real estarían dando señales positivas sobre el comportamiento de la economía para los próximos trimestres: así, el índice de compras del sector manufacturero ha comenzado a expandirse, mientras que el crédito se ha acelerado en las últimas semanas.

El menor crecimiento de China corresponde, en parte, a una recomposición del PIB según la cual la demanda interna estaría ganando participación, ante el menor dinamismo del sector externo. Lo anterior, aunque podría representar una menor expansión en los próximos años, estaría permitiendo un crecimiento más sostenible de la economía.

Gráfico 4
Variación anual de los índices de producción industrial para algunas economías asiáticas



Fuente: Datastream.

Para el resto de Asia emergente se han visto algunos repuntes en la actividad industrial, las exportaciones y las ventas al por menor (Gráfico 4), los cuales estarían asociados con la normalización de la cadena de suministros de Tailandia y con el mayor dinamismo de la demanda interna de China y del resto de países de la región. Lo anterior indicaría que la contracción de la zona del euro estaría afectando poco a las economías asiáticas; de hecho mucho menos de lo observado en la crisis financiera internacional de 2008 y 2009.

Finalmente, las economías de América Latina han seguido creciendo a una tasa algo menor que su potencial, pero los indicadores disponibles no muestran un debilitamiento adicional. Es así como la producción industrial a febrero se aceleró en términos

anuales en México y Chile, al tiempo que el índice de actividad real de Brasil repuntó en ese mismo mes. Para los casos de Venezuela y Ecuador, el aumento en los precios del petróleo observado desde finales de 2011 estaría incentivando el ingreso nacional de esos países, lo que tendría un efecto positivo sobre el PIB del primer trimestre.

Gráfico 5
Índices accionarios globales (MSCI)



Fuente: Bloomberg.

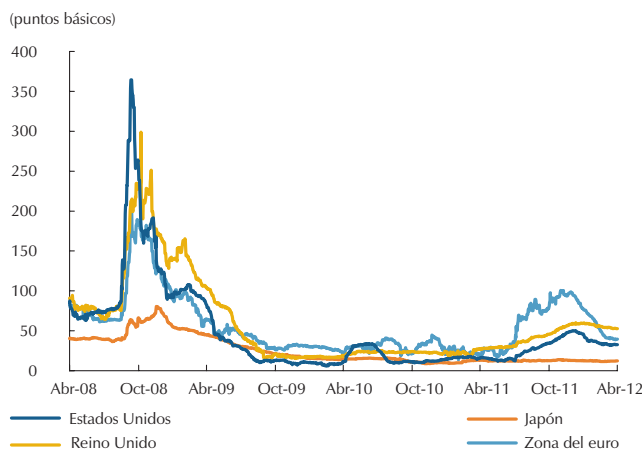
El buen momento por el que pasa la región, en especial los países de América del Sur, sigue siendo posible gracias a las facilidades de financiamiento externo generado por la abundante liquidez de las economías desarrolladas, al igual que a los términos de intercambios favorables, consecuencia del dinamismo de las economías de Asia emergente. Para el caso de los países de Centroamérica y el Caribe su entorno externo no ha sido tan positivo, por cuanto dependen más del comportamiento de la demanda de economías desarrolladas y de la importación de combustibles y otras materias primas.

2. Mercados financieros

Los mejores datos económicos de los Estados Unidos y, sobre todo, las medidas adoptadas para estabilizar los mercados de deuda pública europea contribuyeron a que los principales mercados financieros del mundo presentaran un comportamiento positivo durante los primeros dos meses del año (Gráfico 5). Especialmente importantes fueron las operaciones de refinanciación a tres años del BCE, que permitieron a la banca comercial de esa región obtener recursos a un bajo costo, los cuales favorecieron las subastas de deuda pública realizadas por los países de la periferia, en especial Italia y España. En principio, estas medidas disminuyeron las restricciones de liquidez (aliviando las presiones en el mercado interbancario) que enfrentaba la banca y que amenazaba con hacer colapsar las operaciones de intermediación financiera en Europa (Gráfico 6).

Pese a lo anterior, las mejores condiciones de liquidez aún no se traducen en una reactivación del crédito en Europa. De acuerdo con la más reciente encuesta sobre condiciones crediticias realizada por el BCE, los bancos comerciales han seguido incrementando sus exigencias al momento de aprobar préstamos.

Gráfico 6
Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios para algunas economías avanzadas (Libor vs. OIS^{a/})



a/ OIS: overnight indexed swap.
Fuente: Bloomberg.

Así mismo, el desempeño de los mercados financieros ha seguido dependiendo sobremanera de las noticias que surgen de los países de la periferia europea. Es lo que ha sucedido en la primera semana de abril, cuando la aversión al riesgo se incrementó de nuevo como consecuencia de las declaraciones del gobierno español sobre el incumplimiento de la meta fiscal española para 2011 y de las dudas sobre la recuperación actual de su economía. En esta misma línea, la confirmación por parte del BCE de que los bancos españoles e italianos adquirieron masivamente recursos en la última ronda de apoyos de liquidez, tampoco fue bien recibida por los inversionistas, en la medida en que la banca comercial podría estar dependiendo demasiado

Gráfico 7
Tasas de interés de los bonos de deuda pública a 10 años para algunas economías europeas

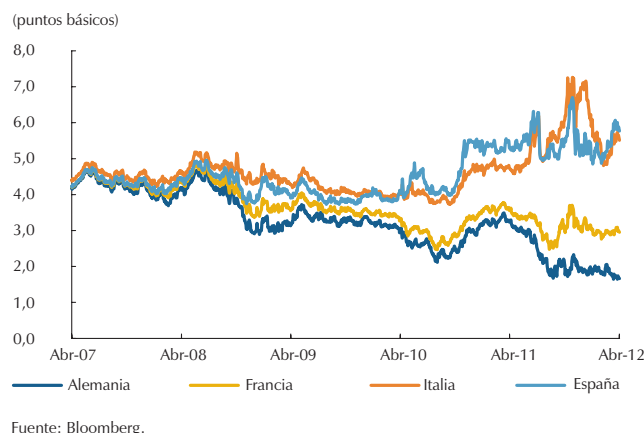


Gráfico 8
Credit default swaps a cinco años para algunos países de América Latina



Gráfico 9
Índices de tasas de cambio nominales para algunos países de América Latina



de estas operaciones para su financiamiento de corto plazo. Estos anuncios se tradujeron en un aumento significativo de los diferenciales de tasas de interés de los títulos de deuda pública a diez años entre España y Alemania, con repercusiones sobre la percepción de riesgo de la deuda italiana (Gráfico 7).

La mayor incertidumbre sobre la meta fiscal española y sobre su crecimiento en el corto plazo motivaron a la agencia calificadora Standard & Poor's a rebajar en dos escalones la nota de riesgo de la deuda soberana de dicho país. Este movimiento, aunque estaba previsto por muchos analistas, ayudó a incrementar la aversión al riesgo en los mercados financieros.

Finalmente, es importante resaltar el comportamiento de las primas de riesgo de los países de América Latina, las cuales, a pesar de la turbulencia de las últimas semanas, han permanecido relativamente estables y en niveles inferiores a los de algunos países de la periferia europea, como España (Gráfico 8). Esta situación es consecuencia del contexto económico relativamente favorable por el que pasa la región, el cual también se ha traducido en un fortalecimiento de las monedas respecto al dólar estadounidense. La única excepción notable es el real brasileño que se ha depreciado en los últimos meses debido a las medidas adoptadas por las autoridades económicas para controlar los flujos de capitales de corto plazo (Gráfico 9).

3. Inflación y política monetaria

En relación con los precios internacionales del petróleo, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el Norte de África incrementaron las cotizaciones internacionales entre diciembre de 2011 y marzo del presente año. Sin embargo, cuando se redactaba este informe (a mediados de abril) las tensiones habían cedido un poco, reduciendo la incertidumbre en los mercados internacionales del crudo y permitiendo el descenso de los precios desde los niveles alcanzados en marzo. La cotización promedio para la referencia Brent se ubicó en US\$118 por barril durante el primer trimestre del año, alcanzando un máximo de US\$128 en las primeras semanas de marzo (Gráfico 10).

Gráfico 10
Precios internacionales del petróleo

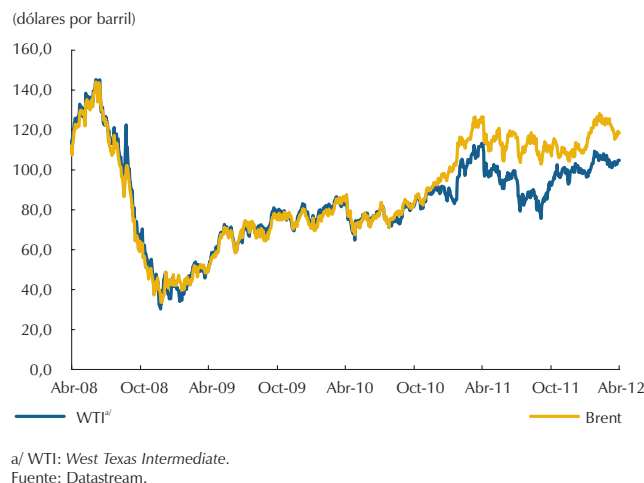
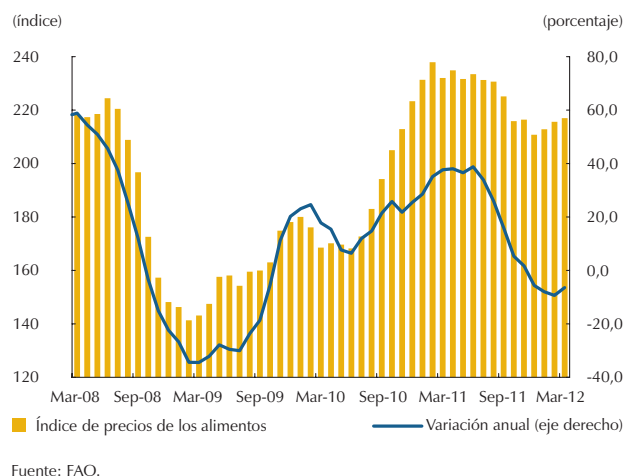


Gráfico 11
Índice de precios de alimentos de la FAO



Las restricciones para movilizar el petróleo desde Oklahoma (los Estados Unidos) hacia el Golfo de México se mantuvieron durante los primeros meses del año, por lo que el diferencial entre los precios de referencia WTI y Brent permaneció alrededor de los US\$15 en favor de este último. Lo anterior ha alejado a la cotización WTI de ser una referencia internacional en la medida en que su precio responde más a las condiciones de oferta y demanda al interior de los Estados Unidos.

Por su parte, aunque los precios internacionales de los alimentos se han reducido desde los niveles alcanzados a principios de 2011 (Gráfico 11) como consecuencia de la desaceleración en la demanda global, aún permanecen en niveles relativamente altos, situación que ha favorecido los términos de intercambio de países exportadores de este tipo de bienes. El incremento en los precios del petróleo del primer trimestre de 2012, al igual que ciertos eventos climáticos de finales de 2011 y principios de 2012, podrían estar impidiendo una desaceleración mayor en estas cotizaciones internacionales. Sin embargo, en la medida en que estos choques sean transitorios y la demanda global se siga moderando, pueden esperarse pocas alzas en los precios de los alimentos para los próximos meses, por lo que las presiones sobre la inflación mundial originadas en este frente tenderán a atenuarse.

En relación con la política monetaria, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han mantenido una posición laxa, con bajas tasas de interés y aumentos en la base monetaria. Así, los bancos centrales de Japón, Reino Unido y la zona del euro han continuado inyectando recursos a sus sistemas financieros con el objetivo de relajar las restricciones de liquidez e incentivar el crédito local. Por su parte, aunque en los Estados Unidos la reserva federal no ha hecho anuncios de una nueva ronda de relajación monetaria, las recientes declaraciones no descartan la posibilidad de que en los próximos meses se adopte una decisión en esta dirección. Todo dependerá de la evolución de la economía y, en especial, del mercado laboral.

Por su parte, las autoridades monetarias de la mayoría de países emergentes han mantenido inalteradas sus tasas de interés de intervención debido a los riesgos que aún representa la situación en Europa, pero también teniendo en cuenta que sus economías muestran pocos signos de debilitamiento y que la inflación aún dista de estar bajo control. Dos excepciones notables a esta estrategia han sido los bancos centrales de Brasil e India, los cuales han adoptado una política expansiva ante las evidencias que muestran que sus crecimientos, a pesar de ser positivos, siguen por debajo de su potencial, a lo que se ha sumado un bajo aumento en sus precios internos.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

En este informe el equipo técnico modificó al alza sus pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales de Colombia en 2012, pasando de 2,8% hace tres meses a 3,3% actualmente (Cuadro 1).

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

	2011	Proyecciones para 2012			Proyecciones para 2013		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos	1,7	1,0	2,2	2,7	1,0	2,5	3,0
Zona del euro	1,4	(1,5)	(0,5)	0,0	0,0	0,8	1,5
Venezuela	4,2	3,5	4,5	5,5	2,0	3,0	4,0
Ecuador	7,8	3,5	4,5	5,5	3,0	4,0	5,0
China	9,2	7,5	8,5	9,0	7,0	8,0	9,0
Otros socios							
Japón	(0,7)		1,51			1,61	
Perú	6,9		5,57			6,00	
México	4,0		3,40			3,81	
Chile	6,0		4,00			4,30	
Argentina	8,9		3,58			3,26	
Brasil	2,7	2,5	3,3	4,0	3,5	4,3	5,0
Países desarrollados	1,6						
Países en desarrollo	6,2						
Total mundial	3,9						
Total socios comerciales	3,0	2,6	3,3	4,0	2,7	3,5	4,0

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

El principal cambio se dio en los Estados Unidos, cuya tasa de expansión esperada pasó de 1,5% a 2,2%, debido al contagio limitado que ha tenido la crisis de la zona del euro, al igual que al dinamismo moderado que ha presentado su demanda interna. Este crecimiento continúa siendo inferior a su promedio histórico; sin embargo, a diferencia de hace tres meses, ahora se espera una aceleración modesta con respecto a 2011. Para 2013 esta economía seguiría recuperándose y se expandiría alrededor de 2,5%.

Para el caso de la zona del euro se sigue proyectando una recesión leve, la cual implicaría una contracción del producto de 0,5% este año y una recuperación de 0,8% el próximo. Estos pronósticos suponen que las medidas de disciplina fiscal en Europa tienen un impacto negativo de corta duración sobre el crecimiento de estos países y que, a cambio, lograrían restablecer la confianza de hogares y empresas en el transcurso del año. Así, la expansión económica, aunque lenta, deberá retornar en el segundo semestre.

El principal riesgo para el crecimiento global continúa siendo una profundización de la crisis de deuda pública europea.

En términos de riesgos, la principal amenaza para el crecimiento de la región y del mundo continúa siendo una profundización de la crisis de la deuda pública. En este caso debería esperarse una recesión más fuerte en Europa y una menor dinámica en el resto de economías avanzadas y emergentes. Bajo este supuesto la caída del producto de la zona del euro sería de 1,5% e implicaría una expansión de los socios comerciales de 2,6% (0,77 puntos porcentuales menos que en el escenario central). Una mayor recesión en Europa disminuiría el comercio mundial y aumentaría las tensiones financieras. Un riesgo a la baja adicional sería un alza sostenida en los precios del petróleo, debido a mayores tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el Norte de África.

En relación con los pronósticos para los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia, las cotizaciones esperadas para el petróleo aumentaron en este informe tanto para la referencia Brent como para la WTI. Así, el precio proyectado del crudo pasó de US\$103,5 por barril hace tres meses a US\$114 por barril.

Por su parte, la sustitución que está teniendo lugar en los Estados Unidos entre carbón y gas natural, en favor de este último, ha disminuido las cotizaciones internacionales del carbón, por lo que los pronósticos para este bien se redujeron en el presente informe. De manera similar, la mayor oferta de café esperada por parte de Brasil disminuyó las proyecciones de su precio. Finalmente, para los casos del oro y el ferróniquel se prevén leves modificaciones al alza (Cuadro 2).

Así las cosas, para 2012, salvo en el caso del petróleo y el oro, se siguen esperando menores cotizaciones en los precios internacionales con respecto al año anterior; sin embargo, estas continuarán en niveles históricamente altos, favoreciendo los términos de intercambio del país. Para 2013, salvo en el caso del oro, se esperan menores precios internacionales.

Cuadro 2
Pronósticos para los bienes básicos exportados por Colombia

Principales productos	2011	Proyecciones para 2012			Proyecciones para 2013		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café (ex dock) (dólares por libra)	2,87	2,00	2,23	2,50	2,00	2,27	2,50
Petróleo WTI (dólares por barril)	95,0	95	104	110	90	105	115
Petróleo promedio ^{a/} (dólares por barril)	95,0	105,0	114,0	120,0	100,0	112,5	122,5
Carbón (dólares por tonelada)	105,3	84,0	90,6	95,0	76,0	83,0	90,0
Ferróniquel (dólares por libra)	3,28	2,76	2,99	3,23	2,64	2,87	3,10
Oro ^{b/} (dólares por onza troy)	1.573	1.819	1.684	1.549	1.839	1.703	1.567

a/ Corresponde al promedio simple entre los precios de referencia Brent y WTI. Para 2012 estos precios son de US\$124 y US\$104 por barril respectivamente.

b/ Se supone que el oro es un refugio de valor por lo que su cotización es más alta en el escenario que contempla mayor incertidumbre (mínimo esperado).

Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

B. BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA

El déficit en cuenta corriente continuó ampliándose en el último trimestre del año y en todo 2011 alcanzó US\$9.980 millones (m) (3,0% del PIB). Dicho desbalance

se explica por unos egresos externos netos por renta de factores de US\$15.820 m y de comercio de servicios por US\$4.621 m, los cuales fueron compensados parcialmente por ingresos netos de las ventas externas de bienes por un valor de US\$5.514 m y de transferencias corrientes de US\$4.948 m.

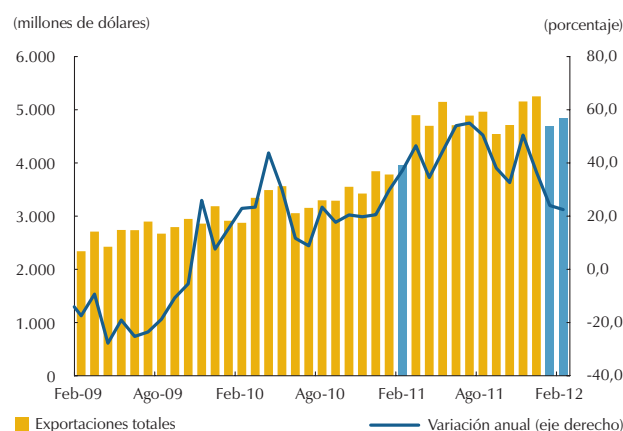
Frente a lo registrado en 2010 (US\$8.760 m), el mayor déficit se originó principalmente en el aumento de las importaciones de bienes y servicios (US\$14.679 m), en particular de bienes intermedios y de capital, así como en el incremento de los egresos por remisión de utilidades de las empresas con inversión extranjera en el país, por un valor de US\$4.422 m (en especial de aquellas relacionadas con los sectores minero-energético, manufacturero y financiero). Por su parte, la balanza comercial de bienes registró un superávit mayor en US\$3.274 m al reportado en 2010, debido básicamente al aumento de las exportaciones de petróleo y derivados (US\$11.471 m).

En cuanto al financiamiento de la cuenta corriente, en el año 2011 esta se financió con recursos de inversión extranjera directa (IED) por US\$13.234 m, con ingresos de inversión extranjera de portafolio por US\$8.202 m y con créditos externos por US\$5.579 m. Dichas entradas, sin embargo, se vieron parcialmente compensadas por salidas de capital colombiano para constituir activos en el exterior por US\$13.693 m. Lo anterior se reflejó en un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$13.322 m (4% del PIB), superior al alcanzado en 2010 (US\$11.770 m).

La información disponible para lo corrido del presente año permite hacer alguna inferencia sobre el comportamiento de la balanza comercial, de los ingresos por

remesas y de los flujos de capital de acuerdo con la balanza cambiaria. En cuanto a las exportaciones e importaciones colombianas, estas continúan mostrando un buen dinamismo, a pesar de la incertidumbre que aún permanece en los mercados internacionales. En el acumulado de los primeros dos meses de 2012, los registros del DANE muestran una balanza comercial positiva de US\$1.016 m, superior en 77,6% a la de un año atrás, cuando fue US\$572 m. Este resultado se debe a unas exportaciones en dólares que en promedio sumaron US\$4.763 m, monto que aumentó 23,3% en términos anuales (Gráfico 12), junto a unas importaciones (FOB¹) en dólares en promedio de US\$4.255 m, las cuales crecieron 18,9% con respecto a las registradas en el mismo período del año pasado.

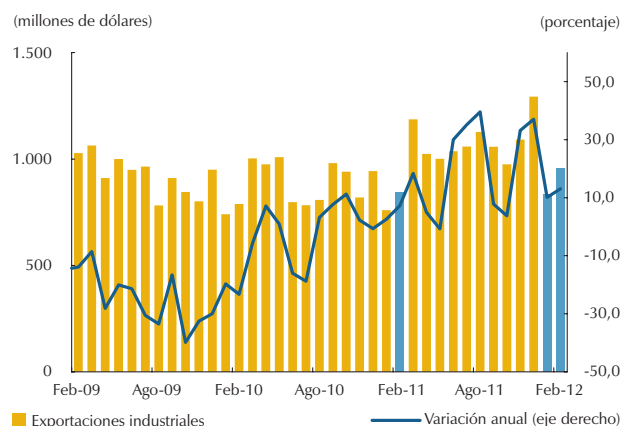
Gráfico 12
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE.

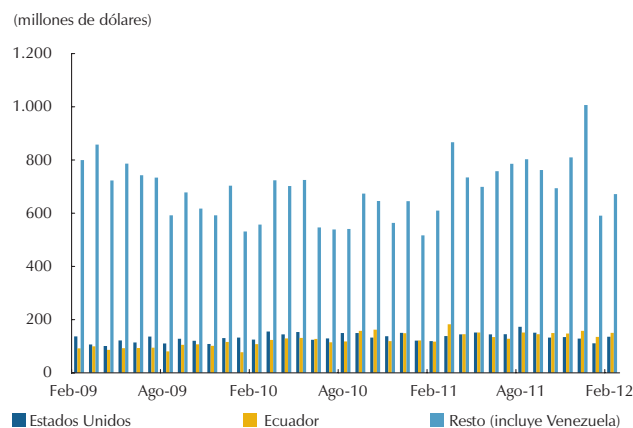
1 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB, según las cuentas nacionales, considera las importaciones CIF, las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de US\$4.474 m durante enero y febrero de 2012, con un aumento de 18,6% anual.

Gráfico 13
Exportaciones industriales sin productos básicos^{a/}
(mensual)



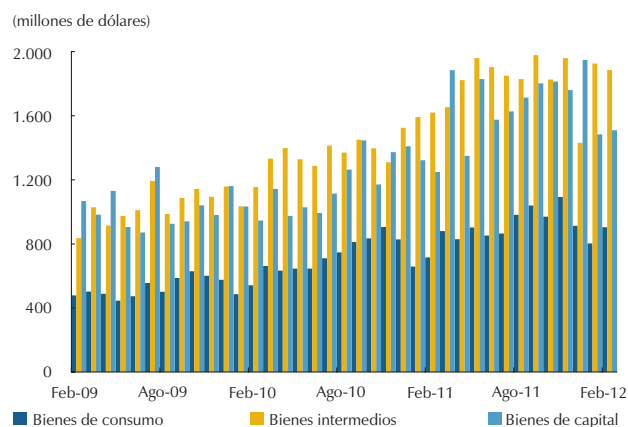
a/ No considera café, derivados del petróleo, ferromniquel ni oro.
Fuente: DANE

Gráfico 14
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los
Estados Unidos, Ecuador y resto^{a/}



a/ No considera café, derivados del petróleo, ferromniquel ni oro.
Fuente: DANE.

Gráfico 15
Importaciones de bienes (FOB)



Fuente: DANE.

En los meses de enero y febrero las exportaciones de productos básicos de origen minero (carbón, ferromniquel, oro, petróleo y sus derivados) registraron un incremento promedio anual de 33,7% y representaron el 73% del valor total exportado. La fuerte expansión de estas ventas obedeció básicamente a los mayores precios observados con respecto al mismo período de 2011, al tiempo que las cantidades exportadas han mantenido una tendencia creciente. En cuanto a los principales bienes de origen agrícola (café, banano y flores), sus ventas al exterior presentaron una caída anual promedio de 21%, particularmente por las menores exportaciones de café.

Por su parte, las exportaciones del sector industrial², que representan cerca del 18,8% del total, aumentaron 12% anual (en promedio) en el primer bimestre del año, especialmente por el mayor volumen exportado (Gráfico 13). Por destinos, estas ventas se incrementaron en términos anuales 53,4% a Venezuela, 19,1% a Ecuador, 2,5% a los Estados Unidos y 6,2% al resto de países (Gráfico 14).

Durante el bimestre enero-febrero continuó observándose un buen ritmo de crecimiento de las importaciones FOB en dólares. Dicho comportamiento se debió a las mayores compras de bienes de consumo, que se expandieron en promedio 24,3% anual, de bienes intermedios (en especial de los dirigidos para la industria), las cuales lo hicieron un 18,7%, y de bienes de capital para la industria, que aumentaron 18,5% (Gráfico 15).

En lo corrido del año al mes de febrero los ingresos por remesas de los trabajadores colombianos en el exterior registraron una caída anual de 2,6%, como resultado del deterioro de las condiciones económicas de varios países industrializados, especialmente España, país que es una fuente importante de estos recursos. Al mes de marzo de 2012 la balanza cambiaria³ muestra un gran dinamismo en la entrada de capital

2 Estas exportaciones no incluyen los productos básicos como café, derivados del petróleo, ferromniquel y oro.

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

privado (principalmente por IED), continuando con la tendencia creciente que ha venido presentado este flujo de recursos. Dichas entradas, sin embargo, están siendo compensadas por salidas, dados los movimientos de activos externos, resultado de la mayor inversión directa de colombianos en el exterior.

Lo descrito, junto con los intervalos de pronóstico de las variables externas y de crecimiento interno (presentados en distintas secciones de este informe), implican una ampliación del déficit en cuenta corriente proyectado para el año 2012 frente al observado en 2011. Dicho déficit podría ubicarse entre 3,3% y 3,7% del PIB, con unas importaciones en dólares que crecerían en un rango entre 8% y 20% anual, y unas exportaciones que lo harían entre 5% y 15% en términos anuales. Los supuestos sobre los ingresos de transferencias corrientes⁴ y de IED varían dependiendo el escenario. Para el año 2013 se espera una reducción del déficit en cuenta corriente, al ubicarse entre 3,1% y 3,5% del PIB, el cual seguiría siendo financiado principalmente por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

4 El principal componente de las transferencias corrientes son las remesas de trabajadores, y su comportamiento para 2012 dependerá del desempeño de las economías desde donde dichos recursos provienen (los Estados Unidos, Venezuela y España).

Recuadro 1 DINÁMICA RECIENTE DE LAS EXPORTACIONES INDUSTRIALES

Joan Camilo Granados
Mónica Mahecha*

Las ventas externas de Colombia se han caracterizado por concentrarse fuertemente en productos básicos de exportación. En 2011 los despachos de petróleo y sus derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano y flores ascendieron al 78% de las exportaciones totales. Estas ventas se caracterizan por su alta dependencia de las cotizaciones internacionales de bienes básicos (*commodities*) y, por tanto, del comportamiento de la demanda de países emergentes, especialmente de Asia.

El 22% restante corresponde a bienes que tienen procesos de producción más elaborados y que están asociados con la industria manufacturera¹. A este último grupo se le conoce como exportaciones industriales o sin productos principales, y suele tener un impacto importante en la estructura productiva del país.

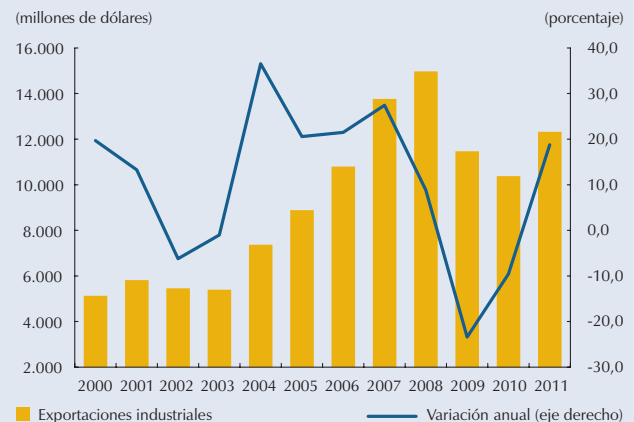
Desde 1995 y hasta 2003 las ventas de productos industriales tuvieron un crecimiento moderado y estable (6% en promedio para el período 2000-2003). A partir de 2004 su comportamiento ha sido más volátil. De hecho, entre 2004 y 2008 se observaron crecimientos importantes (23% en promedio), mientras que para los siguientes dos años se registraron descensos en las ventas, con una recuperación leve para el año 2011 (Gráfico R1.1).

La notable expansión de estas ventas entre 2004 y 2008 estuvo asociada con una mayor demanda por importaciones proveniente de Venezuela, país que recibía un impulso por los aumentos en el precio del petróleo y que, además, enfrentaba un alto desabastecimiento interno. Estos factores, sumados a la cercanía geográfica y a un conjunto de preferencias arancelarias, generaron un aumento anual promedio en las exportaciones industriales con destino al país vecino del 61% durante tal período. El auge de las compras desde Venezuela llevó las exportaciones industriales a un monto máximo histórico de US\$14.974 m en 2008. Esto, a su vez, implicó un aumento en la participación del país vecino en nuestras ventas industriales a 40%.

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

1 Los productos industriales propiamente dichos correspondieron al 98% del resto de exportaciones en 2011.

Gráfico R1.1
Exportaciones industriales colombianas



Fuente: DANE; cálculos de los autores.

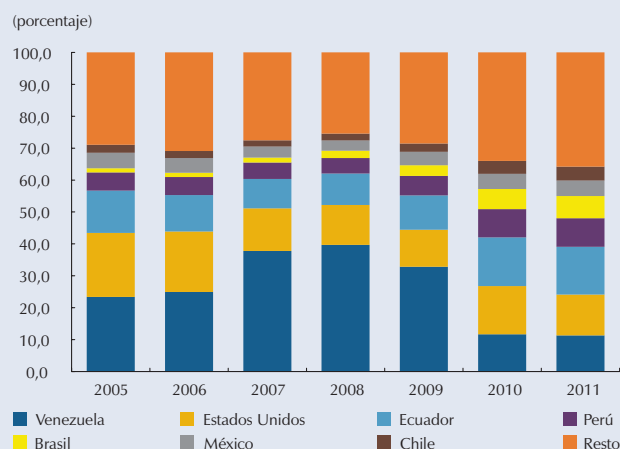
Este comportamiento favorable se revirtió a partir del año siguiente, por causa de la caída en los precios del petróleo y por un encarecimiento de las importaciones venezolanas debido a controles estrictos en el tipo de cambio, junto con la imposición de mayores barreras arancelarias, fitosanitarias y administrativas. Así, en 2009 y 2010 se observó una contracción importante en las exportaciones con destino a este país, destacándose las disminuciones en las ventas de vehículos, alimentos (carne y pescado), productos de cuero, maquinaria y equipo, así como confecciones y textiles. En 2011 esta tendencia se revirtió, reportándose un crecimiento de 19%, aunque con niveles más bajos que los registrados dos años atrás.

1. Cambios en la importancia relativa de los socios comerciales

La caída de las exportaciones a Venezuela ha llevado a una recomposición de las ventas externas de productos industriales (Gráfico R1.2); así, los países de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi) como Ecuador, Perú y Brasil han aumentado su participación porcentual en las ventas colombianas, mientras que la cuota venezolana tuvo una disminución considerable, aunque continúa teniendo una participación no despreciable en el comercio de bienes industriales (11,33%). Por su parte, la importancia de los Estados Unidos ha disminuido un poco, en tanto que la de otros de nuestros socios comerciales ha aumentado, pasando de 28% en 2005 a 35% en 2012; lo que indica una diversificación de mercados para tales productos.

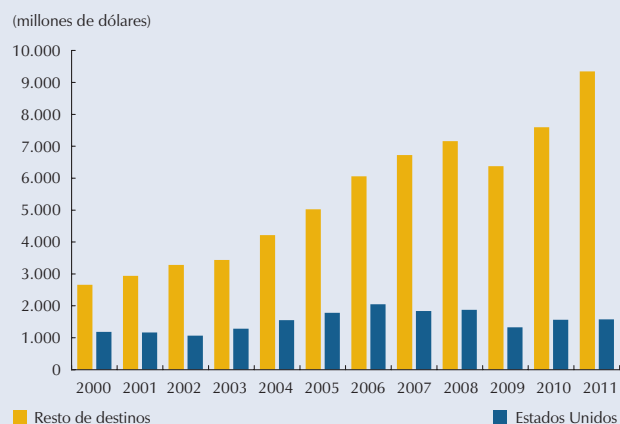
En efecto, al examinar las exportaciones de productos industriales al resto de destinos (Gráfico R1.3), se observa que

Gráfico R1.2
Exportaciones industriales colombianas por destino
(participación porcentual)



Fuente: DANE.

Gráfico R1.3
Exportaciones industriales colombianas, sin Venezuela

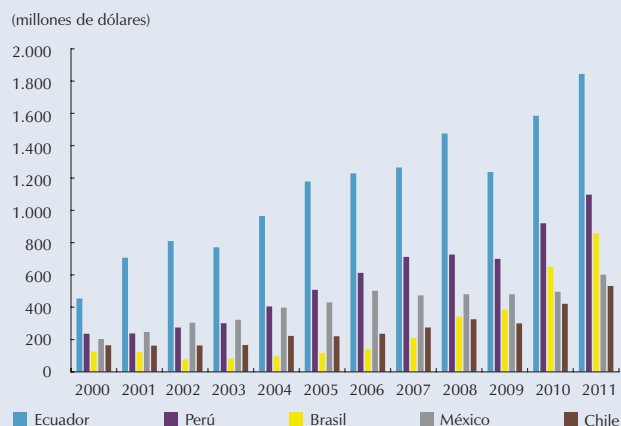


Fuente: DANE.

estas han mostrado una tendencia creciente durante la última década, y para 2011 se ubicaron en niveles máximos históricos. El Gráfico R1.4 muestra que las exportaciones en dólares a los países de la Aladi han aumentado de forma importante. Los productos dirigidos a estos destinos son químicos, alimentos y bebidas, productos de caucho y plástico, papel y cartón, vehículos y textiles.

A pesar de lo anterior, también cabe resaltar que las exportaciones industriales a los Estados Unidos tuvieron una disminución con respecto a sus niveles observados en el año 2006, cuya variación anual en 2011 fue de 0%. La dinámica de estas ventas contribuyó en gran parte a la disminución de las exportaciones industriales observada en 2009, la cual se generó en particular por caídas en la demanda estadounidense de confecciones, químicos, metales básicos y minerales no metálicos en un contexto de desaceleración económica mundial.

Gráfico R1.4
Exportaciones industriales colombianas por destino



Fuente: DANE.

2. Composición de las exportaciones industriales por productos

La estructura de las exportaciones industriales por productos también ha tenido cambios importantes desde el año 2008. En especial, se destaca el aumento de la participación de las ventas de productos químicos (polipropileno, perfumes, medicamentos y artículos de belleza), así como de alimentos y bebidas (azúcares, dulces y otras preparaciones alimenticias). Los principales destinos son Ecuador, Brasil, Perú, Venezuela y México. Cabe resaltar que, como se mencionó en el *Informe sobre Inflación* anterior, dichos productos han generado una recuperación leve en las exportaciones industriales a Venezuela, lo que permitió observar un crecimiento anual de 15% en el año 2011.

3. Dinámica de los sectores más afectados por la pérdida de mercados en Venezuela

Al considerar los promedios de ventas entre 2006-2007 y 2010-2011 se observa que los sectores más afectados por la disminución en las ventas de sus productos a Venezuela han sido el automotriz, el textil y de confecciones, el de calzado y cuero y el de maquinaria y equipo (Cuadro R1.1).

En estos sectores se registró una disminución de las ventas a Venezuela, las cuales en promedio eran de 48%, cuyo registro ha sido de 13% para los últimos dos años. Al observar si estas exportaciones fueron absorbidas por otros países, se encuentra que para los sectores de alimentos y bebidas, automóviles, y maquinaria y equipo las ventas aumentaron; sin embargo, solo en el primer caso el resto de países compensó la disminución de las ventas a Venezuela.

En los otros sectores afectados (calzado y productos de cuero, y confecciones y textiles), a pesar de haberse dado una recomposición en cuanto a los socios comerciales, se

Cuadro R1.1
Exportaciones de los sectores más afectados por el comercio con Venezuela
(valor FOB en millones de dólares, clasificación CIU, revisión 3)

Sector		Exportaciones anuales promedio		Variación	
		2006-2007	2010-2011	Absoluta	Porcentaje
Automotriz	Venezuela	747,0	32,9	(714,0)	(95,6)
	Resto	195,9	348,3	152,5	77,8
Calzado y productos de cuero	Venezuela	152,6	20,8	(131,7)	(86,3)
	Resto	198,0	223,6	25,6	13,0
Textiles y confecciones	Venezuela	734,6	239,9	(494,7)	(67,3)
	Resto	909,3	822,7	(86,6)	(9,5)
Maquinaria y equipo	Venezuela	177,3	66,0	(111,3)	(62,8)
	Resto	217,4	317,6	100,3	46,1
Alimentos y bebidas	Venezuela	513,2	161,1	(352,1)	(68,6)
	Resto	1.231,5	1.767,7	536,2	43,5

Fuente: DANE.

observa que las ventas al resto de países no han generado aumentos que impliquen una recuperación. A pesar de lo anterior, cabe mencionar que para el año 2011 las exportaciones

para el resto de destinos de todos estos sectores presentaron una variación anual positiva (21,6% en promedio), dinámica que se ha mantenido durante el primer trimestre de 2012.

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

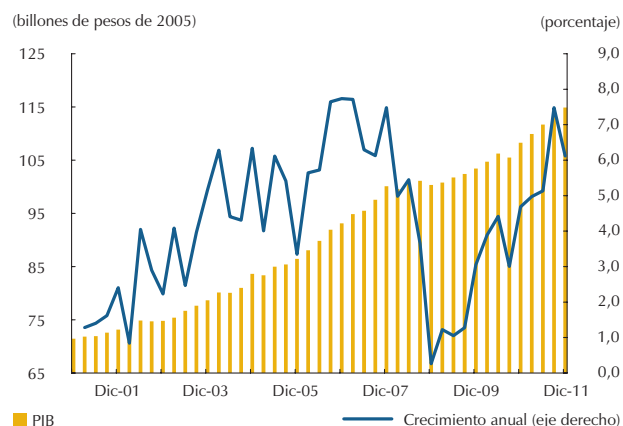
En el cuarto trimestre de 2011 la economía colombiana creció 6,1%. Esto significó una expansión para todo el año de 5,9%, una de las mayores desde 2000.

Para el primer trimestre de 2012 se prevé un buen dinamismo de la economía, impulsado en especial por el consumo privado. Por su parte, la inversión habría registrado una desaceleración.

Por ramas de actividad, se destacaría el desempeño de sectores como el comercio y la construcción, los cuales habrían compensado un lento comienzo de año en ramas como la industria.

A. EL PIB EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2011 Y EN TODO 2011

Gráfico 16
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE.

Los resultados sobre el crecimiento del PIB del cuarto trimestre de 2011 publicados por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) confirmaron el buen desempeño de la economía colombiana en tal año. En dicho trimestre la actividad económica aumentó 6,1% con respecto al nivel registrado en igual período de 2010, con lo cual la expansión del PIB para todo el año fue de 5,9% (Gráfico 16). Ambas cifras se ubicaron en la parte superior de los intervalos de pronóstico presentados en el *Informe sobre Inflación* anterior. Además, el registro para todo 2011 fue el tercero mayor desde 2000, solo superado por los de 2006 y 2007, cuando la economía se encontraba en auge. Adicional a la publicación sobre el dato del PIB, el DANE revisó sus tasas de crecimiento para 2009 de 1,5% a 1,7% y para 2010 de 4,3% a 4,0%.

En 2011 el principal motor del crecimiento de la economía fue la demanda interna, la cual se expandió un 8,8% de la mano de varios factores, entre los que sobresalen: unas tasas de interés reales bajas, una confianza de los agentes en niveles elevados, un abundante flujo de inversión extranjera, unos términos de intercambio altos y, a pesar de los problemas económicos internacionales y en particular los provenientes de Europa durante la segunda mitad del año, unas primas de riesgo en niveles relativamente bajos.

Así, la demanda interna se aceleró por segundo año consecutivo luego del escaso crecimiento observado durante la crisis en 2009 (Cuadro 3). Esta expansión superó el promedio de lo registrado desde 2000 y solo tiene parangón con la que se vio en 2006, cuando la economía atravesaba por un claro período de auge. De todas formas, al igual que casi todos los componentes del PIB, en el cuarto trimestre la demanda interna mostró una expansión anual algo inferior a la que se presentó en promedio durante los tres trimestres anteriores.

Durante 2011 los dos componentes de la demanda interna (el consumo y la inversión) contribuyeron al crecimiento en igual magnitud. El consumo de los hogares,

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
(porcentaje)

	2010	2011				2011	Contribuciones al
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	crecimiento anual de 2011
Consumo total	5,1	5,0	6,8	5,9	5,5	5,8	4,8
Consumo de los hogares	5,0	5,5	7,8	6,7	6,1	6,5	4,3
Bienes no durables	1,8	2,4	6,2	4,9	3,7	4,3	0,9
Bienes semidurables	9,8	13,6	19,4	13,8	13,7	15,1	0,9
Bienes durables	20,9	36,7	34,4	19,6	8,5	23,9	1,6
Servicios	3,5	3,3	4,4	5,1	5,3	4,6	0,7
Consumo final del Gobierno	5,5	2,4	2,6	2,6	3,0	2,6	0,4
Formación bruta de capital	7,3	16,0	18,3	22,4	12,4	17,2	4,2
Formación bruta de capital fijo	4,6	12,7	13,8	23,7	16,5	16,6	4,0
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	5,5	3,0	3,1	1,9	1,3	2,3	0,0
Maquinaria y equipo	20,2	26,7	28,9	28,0	20,2	25,8	1,9
Equipo de transporte	12,0	51,9	52,2	40,5	39,1	45,2	1,3
Construcción y edificaciones	(2,0)	1,1	5,2	13,2	2,3	5,3	0,3
Obras civiles	(2,0)	(10,8)	(13,1)	22,2	15,5	6,7	0,5
Servicios	9,6	5,7	6,3	8,9	1,4	5,5	0,0
Demanda interna	5,6	7,9	9,7	9,8	7,9	8,8	9,4
Exportaciones totales	1,3	10,1	7,6	12,3	15,8	11,4	1,8
Importaciones totales	10,5	21,1	24,7	20,3	20,1	21,5	(4,9)
PIB	4,0	5,0	5,1	7,5	6,1	5,9	5,9

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En 2011 la economía colombiana creció impulsada por la demanda interna. Sus dos componentes, consumo e inversión, contribuyeron en igual magnitud.

agregado cuya participación en la economía es superior al 66%, creció 6,5% en todo 2011; cifra más alta que la observada en 2010 y solo superada por la tasa que se registró en 2007. Durante todo el año pasado las compras de los hogares estuvieron impulsadas, principalmente, por la adquisición de bienes durables y semi-durables, cuyos crecimientos fueron cercanos al 20% en promedio. Los bienes no durables y los servicios mostraron un desempeño más moderado, de alrededor del 4,5%, pero de todas formas superiores a su promedio desde 2000. Al analizar el comportamiento para el cuarto trimestre de 2011 se observa que la desaceleración registrada por el consumo de los hogares se puede atribuir, en buena medida, al menor crecimiento anual de los bienes durables, que pasaron de expandirse 35% en el primer semestre a 14% en el segundo; esto es, a tasas más cercanas al promedio de la serie desde 2000.

En contraste con el dinamismo del consumo privado, en 2011 el del Gobierno mostró un crecimiento bajo, equivalente a la mitad de su promedio desde 2000. Dicho gasto se expandió a tasas similares en los primeros tres trimestres, mostrando solo una leve aceleración en el cuarto.

La inversión, por su parte, creció 17,2% en 2011 de la mano de una expansión importante en la formación bruta de capital fijo (16,6%) y de un aumento considerable en la acumulación de inventarios, la mayor en cinco años. La dinámica de la inversión en capital fijo fue la segunda mayor desde 2000, solo superada por la de 2006. El principal impulso provino de las inversiones en equipo de transporte y en maquinaria, las cuales en promedio se expandieron 35,5%. La construcción de edificaciones y obras civiles presentó un crecimiento moderado e inferior al promedio desde 2000, aunque con una aceleración en el cuarto trimestre.

En lo referente al comercio internacional, 2011 se caracterizó por datos récord para el crecimiento de las importaciones y de las exportaciones en pesos constantes. El año pasado las compras del exterior se expandieron 21,5%, impulsadas, en su orden, por las de bienes de capital, las de materias primas y las de bienes de consumo. De este modo, las importaciones completaron dos años mostrando una vigorosa recuperación tras la caída observada en 2009 y pasaron de participar 21% del PIB en ese año a 26% en 2011. Las exportaciones, por su parte, crecieron 11,4% el año pasado, lo que fue resultado de los buenos desempeños en las ventas de productos como el café, el petróleo y el ferroníquel. A su vez, las ventas de productos manufacturados, si bien no crecieron en igual medida, sí mostraron un comportamiento satisfactorio, particularmente en la segunda mitad del año.

Las ramas de actividad más dinámicas en 2011 fueron la minería, el transporte y telecomunicaciones, y el comercio.

Por el lado de la oferta, las ramas de la producción más dinámicas en 2011 fueron en su orden la minería, el transporte y comunicaciones, y el comercio, restaurantes y hoteles (Cuadro 4). Al igual que en los últimos cuatro años, el sector minero registró el mayor ritmo de expansión (14,3%), impulsado tanto por la producción de carbón como por la petrolera (que si bien no alcanzó la meta del millón de barriles diarios promedio, estuvo muy cerca de ese guarismo al finalizar el año). La extracción de petróleo y de minerales siguió estimulada por los buenos precios internacionales y por los flujos de inversión extranjera hacia el sector.

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2010 Año completo	2011				2011 Año completo	Contribución al crecimiento de 2011
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,0	7,8	1,6	1,7	(2,0)	2,2	0,1
Explotación de minas y canteras	12,3	9,2	10,8	18,9	18,1	14,3	1,0
Industria manufacturera	2,9	3,8	2,0	5,6	4,1	3,9	0,5
Electricidad, gas y agua	1,2	(0,8)	1,9	3,4	2,7	1,8	0,1
Construcción	(1,7)	(1,9)	(3,4)	18,4	10,7	5,7	0,3
Edificaciones	(2,1)	1,4	5,1	12,4	1,6	5,0	0,1
Obras civiles	(1,3)	(10,6)	(13,1)	21,9	15,1	6,5	0,1
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,1	5,7	6,6	6,0	5,3	5,9	0,7
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,0	6,4	7,0	8,1	6,0	6,9	0,5
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	2,9	4,3	5,8	6,4	6,4	5,8	1,1
Servicios sociales, comunales y personales	4,8	2,4	2,9	3,7	3,2	3,1	0,5
Subtotal valor agregado	3,8	4,4	4,4	7,3	5,9	5,5	5,0
Impuestos menos subsidios	6,4	10,5	13,5	10,3	9,0	10,8	1,0
PIB	4,0	5,0	5,1	7,5	6,1	5,9	5,9

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Transporte y comunicaciones registró el crecimiento más alto desde 2007 (6,9%), impulsado tanto por telecomunicaciones (gracias a las importantes expansiones en internet y de televisión por suscripción) como por las diferentes ramas del transporte, en especial el aéreo. Por su parte, el favorable desempeño del comercio, restaurantes y hoteles (5,9%) se debió sobre todo al segmento del comercio minorista, lo que es congruente con el buen comportamiento del consumo de los hogares.

Otras ramas que también contribuyeron al crecimiento en 2011 fueron la de servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas, la de industria y la de construcción, destacándose en este último caso el segmento residencial, principalmente la vivienda de interés social. Por último, cabe decir que ninguna rama de actividad registró una contracción de su valor agregado durante 2011.

De esta manera, durante todo 2011 el PIB de los sectores transables se expandió 6,8%, la tasa más alta de los últimos veinte años. Este registro se situó por encima del de los sectores no transables, cuyo crecimiento (5,4%), no obstante, estuvo arriba de su promedio desde 2000. El desempeño notable del PIB transable obedeció en buena parte al sector minero, puesto que sin este hubiese sido de 4,9% (Gráfico 17).

B. PRONÓSTICO DE CORTO PLAZO DEL PIB

El buen comportamiento de los indicadores reales, recientemente publicados, y la presencia de un entorno macroeconómico todavía favorable permiten confiar en un

Gráfico 17
 PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

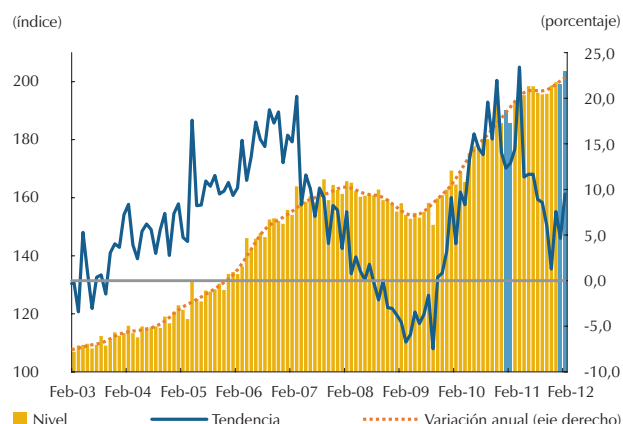
buen desempeño de la actividad económica en Colombia durante el primer trimestre de 2012. En estos primeros meses el país siguió contando con un buen flujo de inversión extranjera directa (como se mencionó en el capítulo precedente), unas primas de riesgo bajas (pese a la mayor percepción de riesgo en los mercados financieros), un comportamiento dinámico del crédito y una confianza de los agentes locales por encima de sus promedios históricos.

Hasta mediados de abril los temores de contagio de la crisis europea sobre la economía colombiana, que surgieron desde mediados de 2011, no se habían materializado de manera importante. El efecto de la situación internacional se habría sentido en una desaceleración en el crecimiento de las exportaciones sin productos principales⁵,

pero el impulso que habría continuado brindando la demanda interna permite confiar en una expansión del PIB para los tres primeros meses del año superior al crecimiento promedio desde 2000, aunque menor que la registrada a finales del año pasado.

La contribución de la demanda interna al dinamismo del PIB en el primer trimestre habría sido posible principalmente por un buen desempeño del consumo de los hogares. En los primeros meses del año este agregado habría experimentado una expansión importante, a juzgar por la evolución reciente de varios indicadores como las ventas del comercio, las importaciones de bienes de consumo, el crecimiento del crédito, la evolución de la confianza de los hogares y el desenvolvimiento del mercado laboral. De acuerdo con el DANE, con respecto a la primera de estas series en enero y febrero las ventas totales del comercio minorista medidas en pesos constantes crecieron 7,0% en términos anuales, lo que representa una aceleración con respecto a su comportamiento en el último trimestre de 2011 (Gráfico 18).

Gráfico 18
 Muestra mensual de comercio al por menor
 Total comercio minorista sin combustibles
 (desestacionalizado)



Fuente: DANE.

A febrero, igual que en el cuarto trimestre del año pasado, llamó la atención la desaceleración observada en el crecimiento de las ventas de vehículos; sin embargo, esto era de esperarse dado el fuerte dinamismo y el alto nivel que registraron estas ventas en los primeros nueve meses de 2011. Con los datos de lo corrido del año se observa aún una tendencia ascendente en las ventas que, de prolongarse el resto de 2012, permite esperar, de todos modos, un buen desempeño para este rubro. Por otro lado, cuando se excluye tal ítem

se obtiene un crecimiento de las ventas del resto de productos de 8,3% en promedio, en enero y febrero, una tasa que es significativa.

El buen comportamiento del consumo a comienzos de año también se vio reflejado en la dinámica que mostraron las importaciones de bienes de consumo en dólares CIF⁶. Durante enero y febrero el DANE reportó que estas crecieron en promedio 23,4%, acelerándose frente al ya de por sí buen desempeño registrado en el cuarto trimestre de 2011 (14,6%).

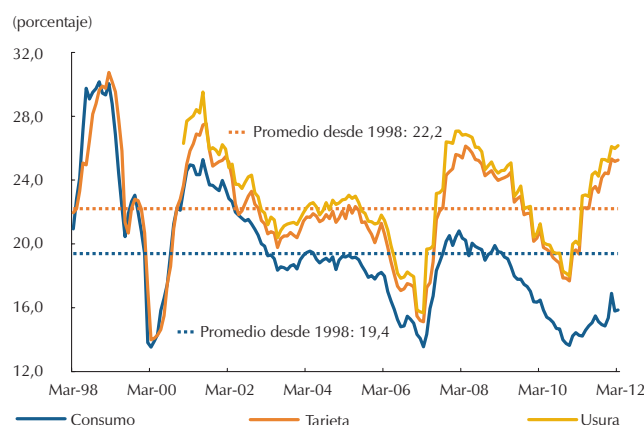
En igual dirección apunta la evolución de la cartera real de consumo, la cual creció a tasas altas y cercanas al 20% anual en el primer trimestre. En este caso, sin embar-

go, se observó por segundo trimestre consecutivo una moderación en el crecimiento, lo cual puede atribuirse, en alguna medida, a la disminución de la demanda por crédito de acuerdo con lo reportado por las entidades financieras⁷. Esto, a su vez, sería resultado de la postura de política monetaria menos holgada que empezó a implementarse gradualmente desde febrero de 2011.

Pese a los ajustes de las tasas de intervención, la transmisión sobre las tasas de consumo no ha sido completa, lo que ha permitido que estas se mantengan en niveles relativamente bajos y continúen estimulando el crédito y el consumo. Específicamente, tomando en cuenta los promedios, durante el primer trimestre la tasa real de consumo se situó en 16,2%, por debajo del observado desde 1998, pero por encima del registro del año pasado (14,8%). Por su parte, las tasas reales de las tarjetas de crédito (con menor participación en la cartera de consumo), han seguido creciendo acorde con los aumentos en la tasa de usura (Gráfico 19).

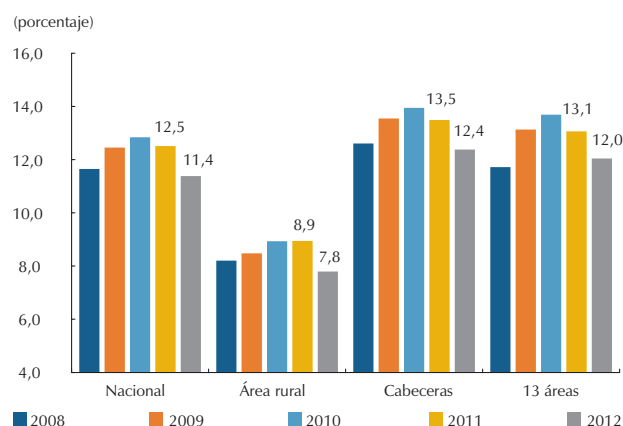
El empleo en estos primeros meses del año también ayuda a explicar el buen comportamiento del consumo. Los indicadores sugieren una mejor situación del mercado laboral en comparación con lo observado un año atrás. Así, la tasa de desempleo (TD) se situó en 11,4% en el trimestre móvil terminado en febrero para el total nacional y en 12,0% para las principales áreas metropolitanas; cifras significativamente menores que las del mismo período del año pasado (Gráfico 20). Aunque los niveles que se obtienen a

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



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 20
Tasa de desempleo
(promedio móvil diciembre-enero-febrero)

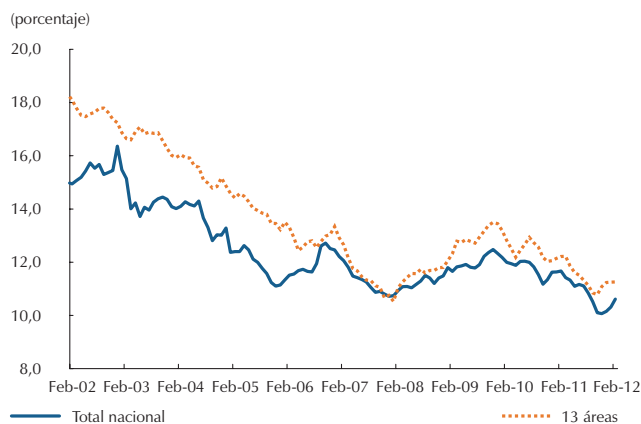


Fuente: DANE (GEIH).

6 Véase pie de página 1.

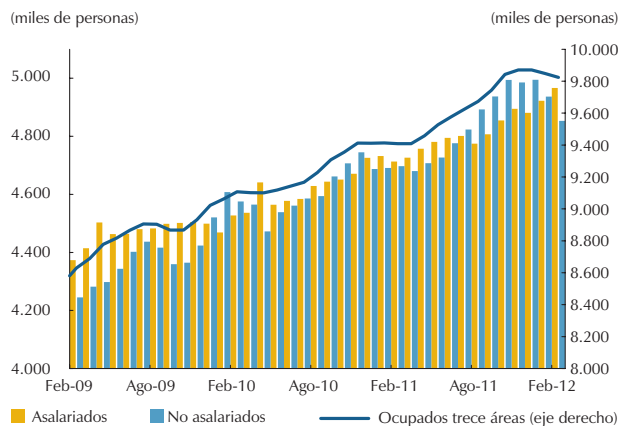
7 Véase el *Reporte de la Situación del Crédito en Colombia* de marzo 2012.

Gráfico 21
Tasa de desempleo total nacional y trece áreas
(trimestre móvil desestacionalizado)



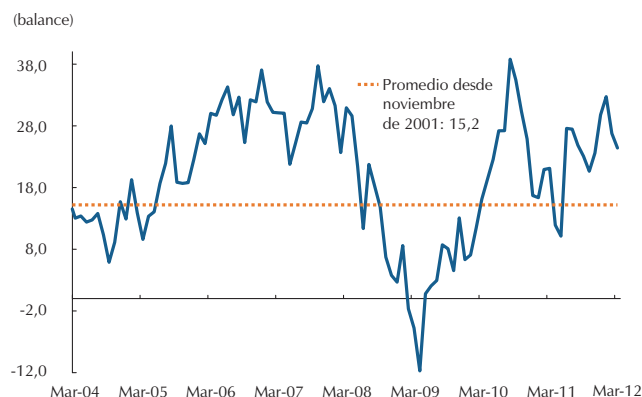
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 22
Empleo asalariado vs. no asalariado y total de ocupados
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 23
Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo



Fuente: Fedesarrollo.

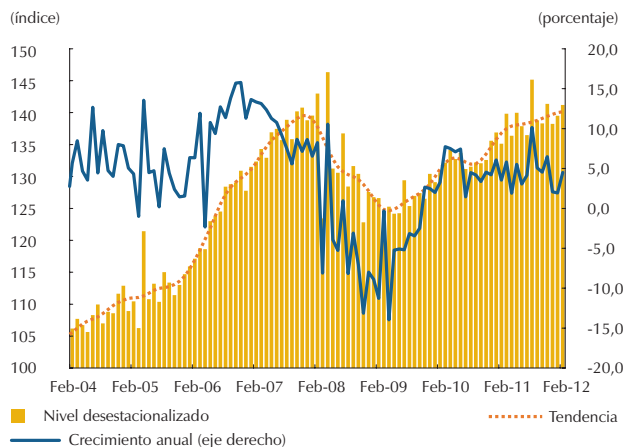
partir de las series desestacionalizadas no caen frente al cuarto trimestre, sí son inferiores que los observados en buena parte de 2011 (Gráfico 21).

Por su parte, el número de ocupados, tanto en el nivel nacional como en las trece áreas, ha seguido creciendo a un ritmo estable, con tasas anuales de alrededor de 5,0%. Si bien la serie de ocupados de las áreas metropolitanas revela que los niveles se estancaron con respecto a finales del año anterior, esto sucedió exclusivamente por un retroceso en el empleo no asalariado, que en un gran porcentaje puede definirse como informal y de baja calidad. En contraste, el empleo asalariado siguió mostrando una expansión notable (4,7% anual en el primer bimestre) (Gráfico 22). Con este comportamiento, el número de trabajadores asalariados volvió a superar el de no asalariados, indicando una mejoría en la calidad del empleo; algo que suele estar asociado con un buen comportamiento del consumo.

La evolución de tales indicadores ha permitido que la confianza de los consumidores permanezca en niveles altos. De hecho, de acuerdo con Fedesarrollo, en el primer trimestre de 2012 la confianza de los hogares fue mayor que la registrada un trimestre atrás y mayor que su promedio desde 2001, pese a algún descenso en los meses de febrero y marzo (Gráfico 23). Este comportamiento estuvo explicado principalmente por una mejor percepción sobre las condiciones económicas actuales y, en menor medida, por un aumento en las expectativas en el corto y mediano plazos.

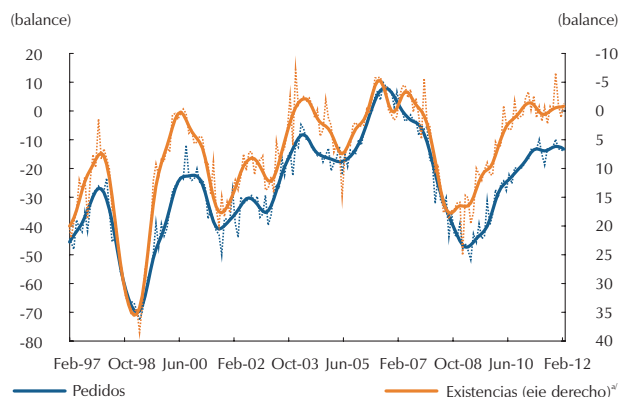
Pasando a la inversión, el otro componente de la demanda interna, la información es más escasa; no obstante, aún así ofrece perspectivas favorables. De acuerdo con los indicadores disponibles, en el primer trimestre de este año el crecimiento de la inversión total se habría desacelerado luego de las altas tasas registradas durante todo 2011. Esto se concluye a partir de la evolución de las importaciones en dólares CIF de bienes de capital, las cuales pasaron de crecer 39,2% en el último trimestre de 2011 a 16,5% en promedio en enero y febrero de este año. A lo anterior se sumó una expansión de la producción nacional de este tipo de bienes que no mostró mayor variación con respecto a lo observado a finales

Gráfico 24
Índice de producción industrial sin trilla de café
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



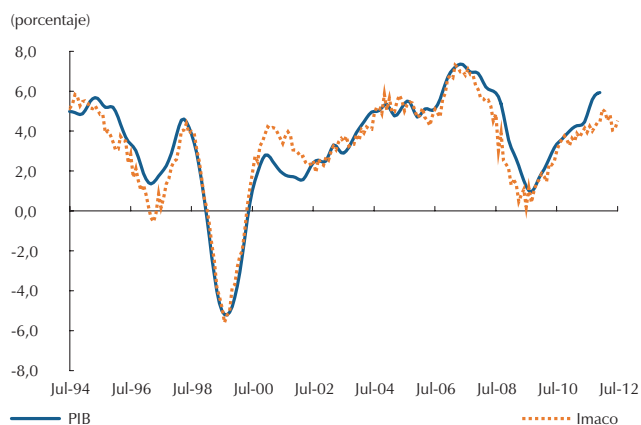
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Indicadores de pedidos y existencias de la industria



a/ Se muestra en eje inverso.
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 26
Imaco: líder cinco meses del PIB^{a/}



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

del año pasado. También es posible que en el primer trimestre los anuncios sobre la entrada en vigencia del tratado de libre comercio (TLC) con los Estados Unidos hacia mediados de año hayan empezado a producir alguna desacumulación de inventarios más fuerte que la usual para esta época del año.

Por el lado de la oferta, el balance de los distintos indicadores de actividad disponibles es mixto. De una parte, el 2,6% de crecimiento promedio anual de la producción industrial en enero y febrero confirma la evolución que ha venido mostrando el sector durante los últimos trimestres, con una expansión lenta y menor que la de la economía en su conjunto (Gráfico 24). Este diagnóstico es ratificado por el aumento moderado que muestra la demanda de energía industrial en los primeros meses del año y por el nivel relativamente estable que a febrero presentan los indicadores de pedidos y existencias de Fedesarrollo (Gráfico 25).

Por otra parte, en el primer trimestre las producciones de café y petróleo fueron afectadas por choques de oferta que repercutirán en menores ritmos de expansión de los sectores agrícola y minero. La producción trimestral de café cayó al nivel más bajo de los últimos cuarenta años debido al impacto de las lluvias y al programa de renovación de las plantaciones. La de petróleo retrocedió en términos trimestrales por primera vez desde 2003, por problemas de orden público.

Sin embargo, a pesar de los choques de oferta en el PIB minero y en el agropecuario, así como el modesto crecimiento del industrial, se espera que otros sectores como el comercio, restaurantes y hoteles, el transporte y telecomunicaciones, y sobre todo la construcción (tanto de edificaciones como de infraestructura, donde hay una baja base de comparación) continúen mostrando ritmos elevados, que compensen las desaceleraciones de las primeras ramas. La expansión de la producción de cemento en el primer trimestre (8,3% anual) y el aumento de los ingresos reales de los hoteles en el bimestre enero-febrero (12,4% anual) respaldan dichas previsiones.

Todo lo anterior permite prever que en el primer trimestre de 2012 el PIB colombiano se ubicaría entre 4,5% y 5,9%. Adicional a lo reseñado para el consumo

y la inversión, en este período se prevé una fuerte desaceleración en los crecimientos de las exportaciones y de las importaciones, siendo mayor en el segundo caso. Pese a ello, estos dos componentes habrían seguido mostrando una dinámica positiva, similar a sus promedios desde 2000. Por ramas de actividad, las más dinámicas serían la construcción y la minería, esta última a pesar de la desaceleración de la producción de petróleo, lo que obedece al impulso que trae la extracción de carbón y de minerales metálicos.

Por último, cabe mencionar que el indicador líder Imaco, calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a febrero, señaló lo que parece ser un quiebre en la tendencia de aceleración del crecimiento (Gráfico 26). Esto es consistente con el rango de pronóstico para el primer trimestre contemplado en este informe, aunque el nivel del indicador apunta a una cifra que se ubicaría en la parte inferior del intervalo. Sin embargo, cabe anotar que en los últimos trimestres esta metodología ha subestimado los guarismos de crecimiento de la economía, hecho que se puede atribuir a la falta de representatividad de las series que conforman el indicador, las cuales dejan de lado sectores como la construcción y la minería.

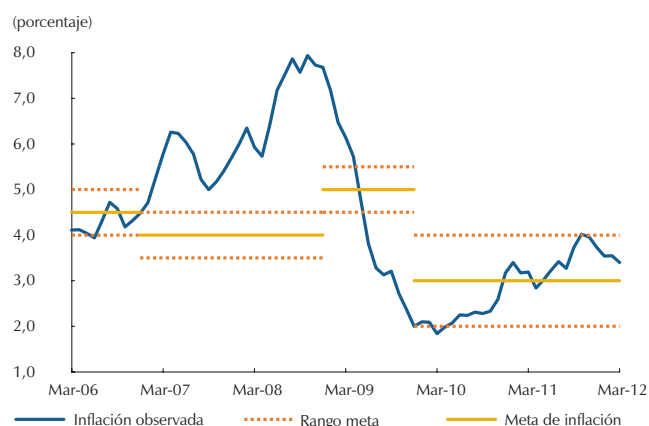
III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

En el primer trimestre la inflación registró un comportamiento mejor que el esperado y descendió a 3,4%.

La inflación básica dejó de subir y se situó en 3,0%.

Las presiones provenientes del tipo de cambio disminuyeron, compensando algunas presiones por cuenta del dinamismo de la demanda interna.

Gráfico 27
Inflación anual al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Al finalizar el primer trimestre la inflación anual al consumidor se situó en 3,40%, por debajo de la cifra observada en diciembre del año pasado (3,73%) (Gráfico 27 y Cuadro 5). En lo corrido del año la inflación al consumidor se acercó al centro del rango meta establecido por la Junta Directiva (JDBR) para 2012 (2% y 4%), quebrando así la tendencia ascendente que había mostrado entre mayo y noviembre de 2011.

Los resultados a marzo resultaron inferiores a los proyectados en el informe anterior, pues en aquella ocasión se esperaba que la inflación anual se mantuviese alrededor del nivel alcanzado a finales de 2011. Este mejor desempeño se extendió a las principales subcategorías del índice de precios al consumidor (IPC) y fue

posible por varios factores, entre ellos menores presiones cambiarias que las anticipadas hace tres meses, buenas condiciones de oferta de alimentos y menores ajustes en algunos precios de servicios regulados. De igual manera, la política monetaria adoptada desde febrero de 2011, con aumentos de tasas que acumularon 200 puntos básicos (pb) a marzo, contribuyó a reducir las expectativas de inflación, como se señala en el IV capítulo de este informe, y por esta vía han moderado las alzas en precios.

Cuadro 5
Indicadores de inflación al consumidor
(a marzo de 2012)

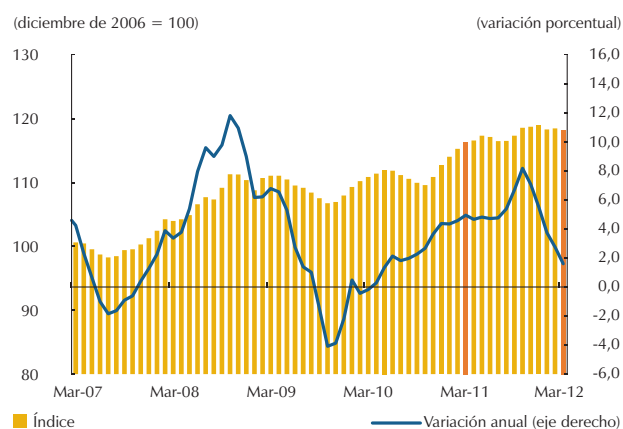
Descripción	Crecimiento anual				Participación en puntos porcentuales en la desaceleración, año corrido
	Dic-11	Ene-12	Feb-12	Mar-12	
Total	3,7	3,5	3,6	3,4	100,0
Sin alimentos	3,1	3,0	3,1	3,0	41,4
Transables	3,8	0,7	0,7	0,7	9,9
No transables	3,6	3,6	3,7	3,7	(6,4)
Regulados	5,8	5,3	5,6	4,9	38,2
Alimentos	5,3	4,9	4,7	4,6	58,3
Perecederos	7,7	6,4	5,7	5,2	27,8
Procesados	4,5	47,1	3,9	3,7	38,6
Comidas fuera del hogar	5,6	5,9	5,7	5,9	(8,1)
Indicadores de inflación básica					
Sin alimentos	3,1	3,0	3,1	3,0	
Núcleo 20	3,9	3,8	3,8	3,8	
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,2	3,0	2,9	3,0	
Inflación sin alimentos ni regulados	2,4	2,4	2,4	2,4	
Promedio de los indicadores	3,2	3,0	3,0	3,0	

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En cuanto a los costos no salariales, las presiones que habían surgido hacia la segunda mitad del año pasado, debidas en parte a la depreciación del peso, cedieron sustancialmente a comienzos de este año. La variación anual del índice de precios del productor (IPP) cayó fuertemente de diciembre (5,51%) a marzo (1,56%), en

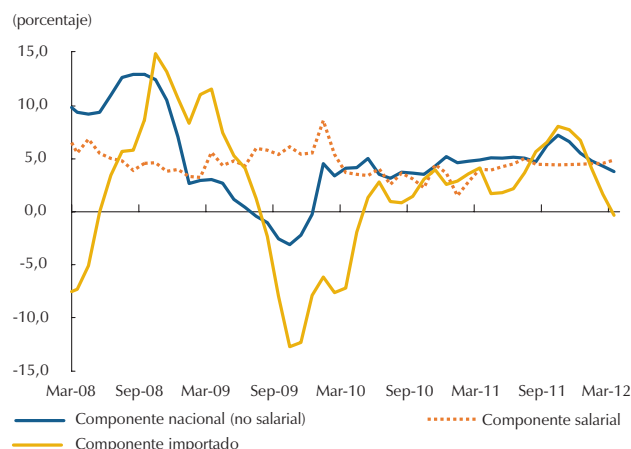
buena parte por la apreciación observada en el tipo de cambio, pero también porque, excepto en los combustibles, los precios internacionales de materias primas registraron pocas alzas (Gráfico 28). Para los costos salariales el aumento del salario mínimo en 5,8% ha sido un factor alcista, aunque limitado al trabajo menos calificado. En efecto, con la información disponible a marzo no se ha observado una transmisión de este ajuste a otros segmentos del mercado laboral que demandan trabajo más especializado en ramas como comercio, industria y construcción. En estos casos, los ajustes salariales permanecían alrededor del 4,0%. En conjunto, el índice de costos salariales aumentó 4,5% en marzo, una tasa anual un poco mayor que la de diciembre 4,0% (Gráfico 29).

Gráfico 28
IPP total



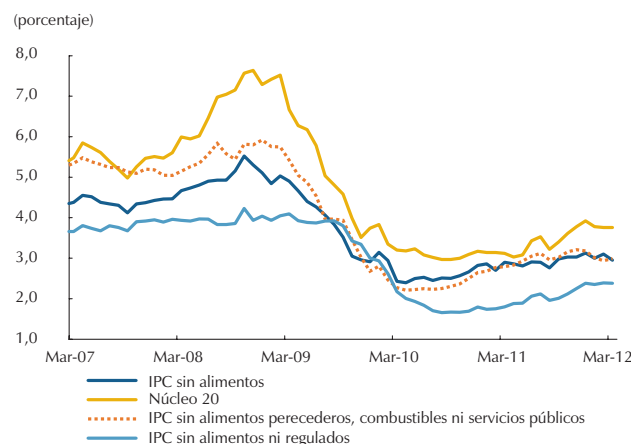
Fuente: DANE.

Gráfico 29
Índices de los costos salarial, no salarial y componente importado a partir de la matriz de contabilidad social (variación anual)



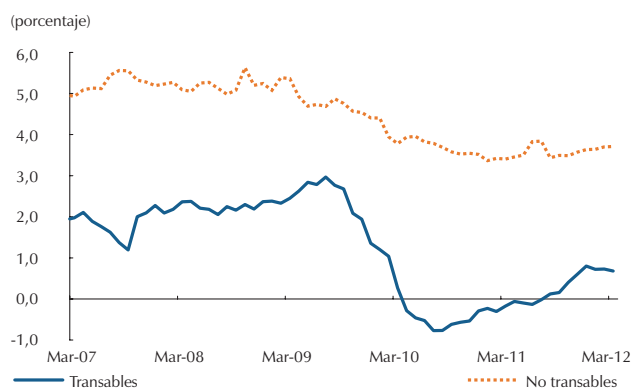
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 30
Indicadores de inflación anual básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Las circunstancias anteriores compensaron con creces las presiones alcistas que se siguieron observando en lo corrido del año y que estuvieron centradas en los aumentos en el precio internacional de los combustibles y en el fuerte dinamismo de la demanda interna.

Por canastas, los alimentos lideraron la desaceleración de la inflación anual durante el primer trimestre, con ajustes anuales a la baja en los precios de los perecederos y los procesados. De la misma manera lo hicieron los regulados y los transables sin alimentos ni regulados. Solamente la variación anual de no transables aumentó en estos tres meses, aunque poco.

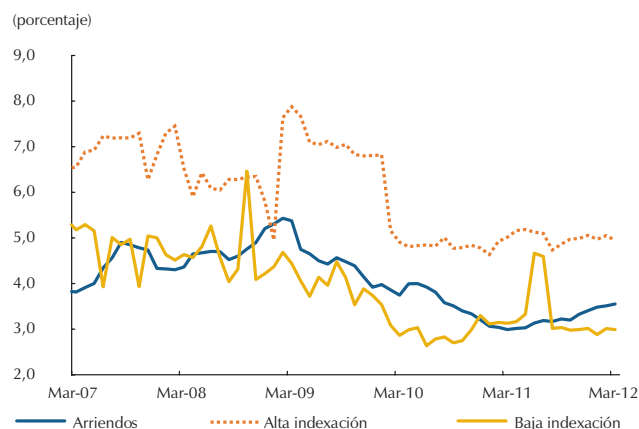
A. LA INFLACIÓN BÁSICA

Entre diciembre y marzo la inflación básica disminuyó ligeramente, revirtiendo parte del aumento que se registró el año pasado. A finales del primer trimestre el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República se situó en 3,0%, frente a 3,2% de diciembre.

Solo el IPC sin alimentos ni regulados (2,38%) no se redujo en estos tres meses, aunque continuó mostrando registros significativamente inferiores al punto medio del rango meta (Gráfico 30). Todos los demás indicadores de inflación básica cayeron con respecto a lo observado en diciembre pasado. En particular, el IPC sin alimentos se situó en 3,0%, cayendo 18 pb frente a diciembre, y el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos (3,0%) cerró el primer trimestre en el punto medio de la meta de inflación, mientras el núcleo 20 (3,8%) continuó exhibiendo el mayor nivel de todas las medidas analizadas.

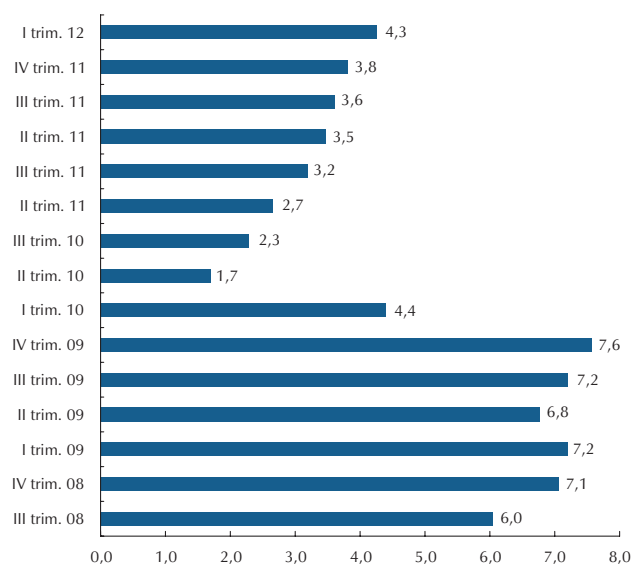
Dentro del IPC sin alimentos, la subcanasta de no transables (sin regulados) fue la única que impulsó al alza la inflación anual en el primer trimestre, aunque menos que lo previsto en el informe anterior: su variación anual pasó de 3,6% en diciembre pasado a 3,7% en marzo (Gráfico 31). El alza sucedió por la aceleración que se registró en el rubro de arriendos de 3,4% a 3,6% en el mismo lapso. Aunque este aumento es moderado, sí es conveniente señalar que este ítem viene mostrando una tendencia creciente, casi ininterrumpida desde

Gráfico 32
IPC de no transables
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 33
Promedio de incremento en el canon de arrendamiento de las viviendas desocupadas que se volvieron a arrendar (porcentaje)



Fuente: Lonja de Propiedad Raíz de Bogotá.

hace un año, coincidiendo con la recuperación de la demanda interna. La información de Fedelonjas corrobora este comportamiento, según sus mediciones en los últimos trimestres, los arriendos nuevos se están ajustando a tasas crecientes, que para comienzos de 2012 ya superaban el 4,0% (gráficos 32 y 33).

En el caso de los otros dos componentes del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, es decir los altamente indexados y los poco indexados, sus variaciones anuales no experimentaron cambios de importancia, manteniéndose alrededor de 5,0% y 3,0%, respectivamente (Gráfico 32). En el primero de estos subgrupos ello sucedió, pese a la gratuidad decretada para la educación básica⁸ y a pesar de los controles impuestos a las tarifas de los servicios financieros⁹. Estos movimientos fueron compensados por los ajustes crecientes en los servicios de salud (medicina prepagada, aseguramiento privado, pagos complementarios y servicios de protección).

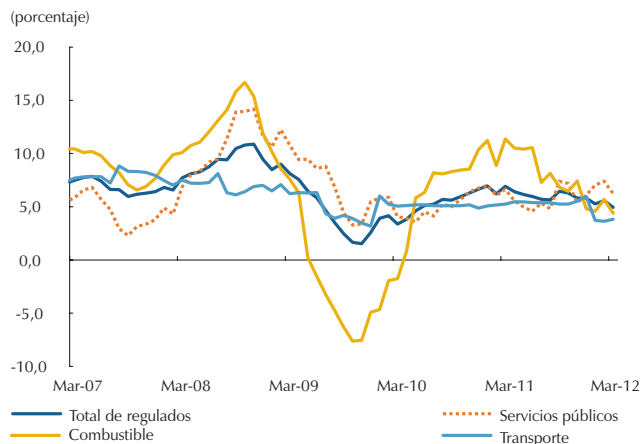
Las otras dos subcanastas del IPC sin alimentos, regulados ni transables presentaron variaciones anuales decrecientes. En el IPC de regulados las presiones alcistas siguieron teniendo su origen en los altos precios internacionales de los combustibles, los cuales explican ajustes importantes en las tarifas de gas (14,5% anual), aunque en ellas también han influido mayores costos de transporte por los cuellos de botella, dada la insuficiente capacidad que se presenta en la red de gasoductos. Variaciones anuales importantes también se siguieron observando en las tarifas de energía (7,1%) y en los precios internos de los combustibles (4,4%) (Gráfico 34). En este último caso y en el del gas los ajustes han sido menores que los del año pasado, pese a las alzas externas debido a la apreciación del tipo de cambio.

Por su parte, el IPC de transables sin alimentos ni regulados pasó de 0,80% en diciembre a 0,68% en marzo (Cuadro 5 y Gráfico 31), un descenso no esperado y con un registro significativamente inferior al proyectado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre. La apreciación del peso frente al dólar en lo corrido de

8 Véase el Decreto 4807 del Ministerio de Educación Nacional del 20 de diciembre de 2011.

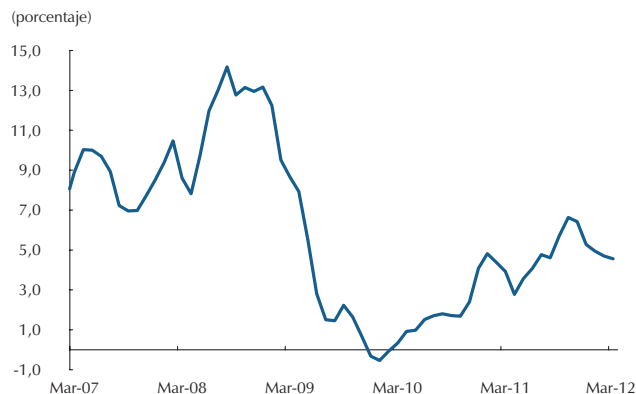
9 Véase el Decreto 4809 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público del 20 de diciembre de 2011.

Gráfico 34
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



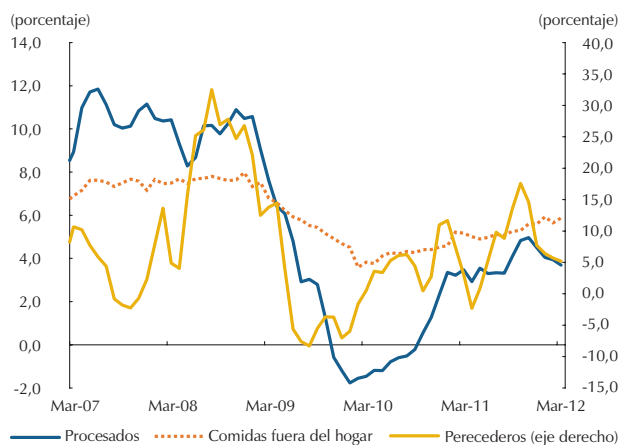
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 35
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 36
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2012 (8,7%) favoreció menores ajustes en los precios de este subgrupo, revirtiendo la tendencia ascendente que se observó en la segunda mitad del año pasado. Los precios de vehículos, varios electrodomésticos, aparatos de comunicación y de los pasajes aéreos se redujeron.

B. LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS

Buena parte de la reducción de la inflación al consumidor en lo corrido del año fue consecuencia de un menor ritmo de ajuste en los precios de los alimentos. Su variación anual pasó de 5,27% a finales de 2011 a 4,56% en marzo. El desempeño de esta subcanasta fue mejor que el previsto en el informe pasado (Gráfico 35).

En estos tres meses los precios de productos perecederos y procesados aumentaron poco, comparado con el año pasado, lo que redujo la variación anual de los IPC respectivos: en el primer caso, de 7,7% en diciembre a 5,2% en marzo, y en el segundo de 4,5% a 3,7% (Cuadro 5 y Gráfico 36). Este favorable comportamiento sugiere que la oferta agropecuaria ha tendido a normalizarse gracias a las mejores condiciones climáticas observadas a comienzos de año, a diferencia de lo que aconteció en los dos años anteriores. La apreciación del peso también contribuyó a frenar alzas en los precios de alimentos importados.

Los precios de productos perecederos como la papa, las hortalizas y las legumbres, que suelen ser de alta volatilidad, continuaron liderando la reducción en la variación anual de alimentos, aunque en el primero de estos se observaron alzas en marzo que sugieren el fin de la fase descendente de sus precios. Entre los procesados o semiprosesados que contribuyeron a la caída de la inflación sobresalen el arroz y los cereales importados. Un componente importante de la canasta de alimentos que ejerció presiones alcistas fue el de las comidas fuera del hogar: pasó de 5,6% en diciembre a 5,9% en marzo. Este desempeño puede atribuirse tanto al dinamismo de la demanda interna directamente, como al incremento de varios costos, dentro de los que se destacan los arriendos, el salario mínimo, la energía y el gas.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

En este informe no se cambió el intervalo de pronóstico para el crecimiento del PIB en 2012, el cual se mantuvo entre 4,0% y 6,0%.

Para este año se prevé un buen dinamismo del consumo privado y de la inversión, aunque menor al registrado en 2011.

El pronóstico de inflación a uno y dos años se redujo.

El aumento acumulado en la tasa de interés de intervención contribuirá a moderar las presiones inflacionarias de demanda.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Al momento de escribir este informe las perspectivas sobre el desempeño de la economía mundial para 2012 habían mejorado con respecto a las que se tenían un trimestre atrás. Por un lado, la recesión en Europa no se ha agravado y las medidas tomadas por las autoridades parecen estar surtiendo efecto, lo que permite esperar que en el segundo semestre comiencen a observarse signos de reactivación en el Viejo Continente. Por otro lado, su retroceso moderado no estaría contagiando de manera importante a otras economías del mundo, lo cual permite confiar en una recuperación más rápida que lo inicialmente previsto para la economía de los Estados Unidos. Lo anterior, aunado a un buen desempeño de sus otros socios comerciales, en 2012 le brindaría a Colombia un panorama externo favorable, que haría posible un crecimiento de la economía nacional superior al promedio esperado para la región (3,5%¹⁰), aunque un poco menor que el de 2011.

¹⁰ Cifra contemplada para Latinoamérica y el Caribe, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook*, abril de 2012.

La desaceleración económica en Europa se sentirá en Colombia, principalmente vía unas menores remesas.

Dado el entorno internacional previsto, en 2012 el crecimiento interno deberá seguir apoyado en unos niveles altos de los términos de intercambio, pese a que estos se situarían un poco por debajo de los observados el año anterior. Adicionalmente, Colombia no tendría problemas para continuar recibiendo flujos de IED, pues no se prevé que la confianza de los inversionistas se afecte en gran medida en el transcurso del año. En este informe se estima que la desaceleración de los países industrializados se sentiría en Colombia mediante un menor ingreso por remesas en este año frente a 2011, en especial de las provenientes de España, país que enfrenta una precaria situación laboral. Los pronósticos que se explican a continuación no contemplan un impacto sustancial en el PIB por la entrada en vigencia del TLC en la segunda mitad de este año.

Para estimar el crecimiento del PIB y de sus componentes, en este informe se realizaron varios ejercicios de pronóstico que tuvieron en cuenta los escenarios de balanza de pagos descritos. Adicionalmente, se hicieron los siguientes supuestos sobre el comportamiento de algunas variables internas. En el caso del consumo del Gobierno se prevé una expansión para todo 2012 entre 3,8% y 4,8%, lo cual representa una aceleración que casi duplica la expansión registrada en 2011. Para la inversión en obras civiles, por su parte, se estima una tasa de crecimiento entre 6,8% y 8,8%, algo mayor que la de un año atrás, y que tiene en cuenta varias consideraciones, que se detallan más adelante.

Los diferentes escenarios de pronóstico indican que en 2012 el consumo de los hogares se mantendría dinámico, pero desacelerándose con respecto a lo observado en 2011. Luego del crecimiento relativamente alto que este agregado habría mostrado durante el primer trimestre del año, según se explicó en el capítulo II, a partir del segundo trimestre se espera un menor ritmo de expansión anual. De esta forma, el consumo privado convergería hacia tasas más cercanas a las de su promedio de los últimos doce años (4,0%) como respuesta a los aumentos en las tasas de interés de intervención y de mercado y a una moderación en el crecimiento del crédito. En 2012 los componentes más dinámicos del consumo privado serían de nuevo los bienes durables y el gasto en servicios, mientras que se destacaría la desaceleración en la adquisición de bienes durables. A pesar de ello, este último agregado continuaría presentando un buen desempeño, alcanzando niveles históricamente altos, como resultado de las altas tasas de crecimiento observadas en 2011.

En el transcurso del año el crecimiento del consumo privado convergerá hacia tasas más cercanas a las de su promedio de la última década.

El consumo del Gobierno, como se mencionó, registraría un crecimiento mayor al del año anterior. Hay que tener en cuenta que la experiencia histórica muestra que después del primer año de mandato de la mayoría de gobiernos, en Colombia el gasto de la administración central ha tendido a acelerarse. Adicionalmente, las proyecciones más recientes apuntan a que durante 2012 el Gobierno contará con mayores recursos, dado que el recaudo de impuestos será mayor al que se tuvo en 2011¹¹.

11 Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Plan financiero, 2012, marzo de 2012.

El TLC con los Estados Unidos puede tener algún impacto sobre la inversión en el segundo semestre de 2012.

Para la inversión también se prevé una desaceleración, aunque más pronunciada que en el caso del consumo. Factores como la IED seguirán impulsando este gasto, aunque menos que el año pasado, puesto que, como se señaló en el capítulo I, el crecimiento esperado difícilmente superará el observado un año atrás, el cual fue del 92% (en dólares para la IED bruta). De todas maneras su dinámica seguirá siendo satisfactoria.

Por componentes, el desempeño de la inversión interna estaría explicado por un menor dinamismo en la inversión en maquinaria y en equipo de transporte, comportamiento que no se extendería a los demás componentes. En el primer caso para 2012 se espera un crecimiento por debajo de lo observado en los últimos doce años en promedio, reconociendo el hecho de que en 2011 las empresas hicieron un esfuerzo importante en este rubro y, por tanto, la base de comparación es elevada. No obstante, se debe tener presente que en este informe se puede estar subestimando la expansión de estos tipos de gasto, sobre todo para el segundo semestre, pues el TLC con los Estados Unidos podría tener algún impacto positivo sobre estos agregados al disminuir los costos para renovación y ampliación del aparato productivo de empresas en diferentes sectores.

Para las inversiones en construcción de edificaciones y en obras civiles se contempla una aceleración. El mejor desempeño previsto en 2012 para el primer ítem tiene en cuenta: los récords registrados en la adjudicación de licencias de construcción en los últimos doce meses, los anuncios sobre construcción de centros comerciales en ciudades intermedias y, sobre todo, el plan del Gobierno de brindar un impulso adicional a la construcción de viviendas de interés social. Para 2012 este agregado debe superar su máximo nivel alcanzado en 2008.

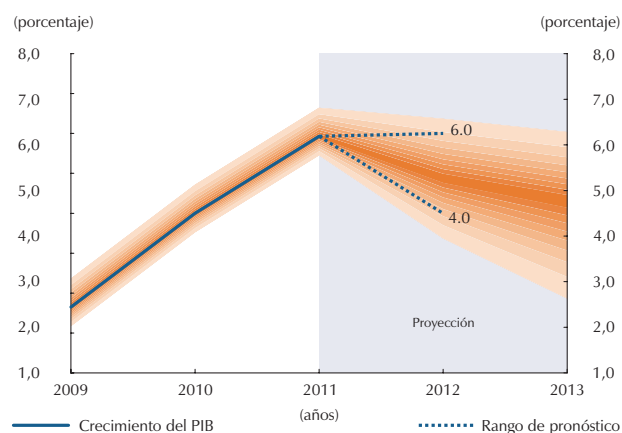
Con respecto a la inversión en obras civiles el panorama también sería favorable. En el presente año este agregado estaría impulsado por el dinamismo de las obras destinadas a la recuperación de las vías afectadas por el invierno, por el inicio de nuevos proyectos viales (sobre todo en carreteras terciarias), así como por la construcción de puertos, aeropuertos y vías férreas.

En este informe para 2012 se espera una desaceleración de las exportaciones y las importaciones en pesos constantes, luego de los crecimientos máximos históricos registrados en ambos casos durante 2011. Esto sería en particular evidente en las importaciones, las cuales tuvieron un lento comienzo de año. Si bien se prevé un mayor dinamismo en los otros tres trimestres, su ritmo de expansión equivaldría a cerca de la mitad del que se tuvo el año pasado. El caso de las exportaciones sería similar, pero con una desaceleración de menor magnitud para todo el año. Este pronóstico tiene en cuenta la evolución de los sectores minero y cafetero, descrito más adelante. Además, supone que la exportaciones a Venezuela se siguen recuperando, aunque con niveles todavía muy bajos frente a los máximos observados en 2008, y que las ventas de productos industriales mantendrían una dinámica relativamente favorable similar a la registrada en 2011. En los pronósticos de importaciones y exportaciones tampoco se han incorporado los efectos de entrada en vigencia del TLC, por lo que el ejercicio actual puede estar subestimando los resultados que finalmente se presentarán.

Se espera una aceleración en el crecimiento de la construcción de vivienda y de obras civiles durante 2012.

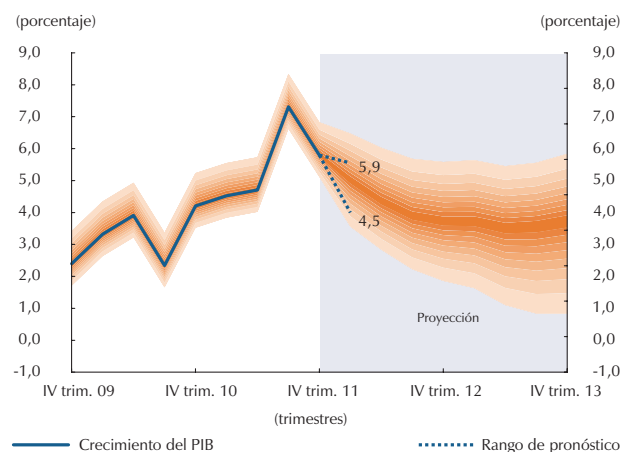
Por el lado de la oferta los pronósticos sugieren que las ramas de actividad más dinámicas en 2012 serían la minería y la construcción, ambas con crecimientos por encima de 8%. En el primer caso se prevé que la producción de petróleo supere el millón cincuenta mil barriles de crudo diarios a finales de año, suponiendo que se solucionen los distintos problemas de orden público y los cuellos de botella en el transporte de crudo. Adicionalmente, la producción de carbón podría acercarse a las 95 millones de toneladas, lo que representa un crecimiento por encima de 10% con respecto al año anterior. Estos dos guarismos serían los máximos registros de la serie y le permitirían al PIB minero un sobresaliente desempeño, como ha ocurrido en los últimos cuatro años. Por su parte, el buen crecimiento de la construcción sería consecuencia de la dinámica esperada de la inversión en el sector, por los motivos ya comentados. Además, el ejercicio supone una producción cafetera superior en aproximadamente un millón de sacos a la que se tuvo en 2011.

Gráfico 37
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral (promedio anual)



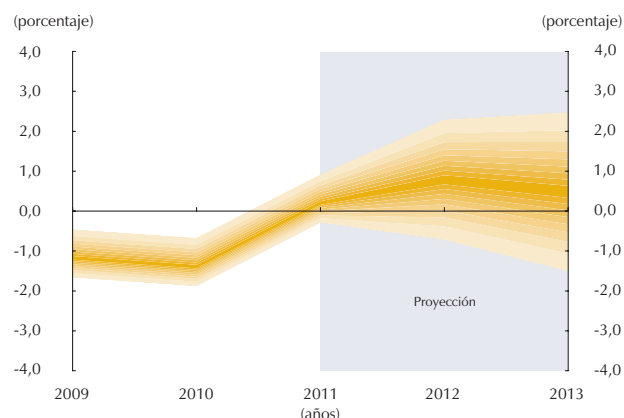
Fuentes: DANE; cálculos del Banco de la República.

Toda la información anterior no proporciona elementos suficientes para modificar el intervalo de pronóstico de la economía nacional en 2012 presentado en el *Informe sobre Inflación* anterior. Por ende, en esta ocasión se mantuvo el rango de pronóstico de crecimiento del PIB entre 4,0% y 6,0% para dicho año. La senda más probable que señalan los ejercicios de balance de riesgos, y que es consistente con el escenario central de pronóstico, se ubica en la mitad de dicho intervalo (gráficos 37 y 38).

Cabe anotar que en este informe el balance de riesgos está más equilibrado que el presentado hace tres meses, gracias a las mejores perspectivas sobre el desempeño de la economía mundial. En el informe de diciembre el sesgo era a la baja. En el ejercicio actual los riesgos a la baja originados principalmente en el contexto internacional, y que se transmitirían vía los canales de demanda externa y transferencias, están compensados por riesgos alcistas. Estos últimos asociados en especial con un mejor desempeño de la demanda interna, sobre todo por la posible subestimación de la inversión (incluida la IED) y por mayores reducciones de costos de materias primas importadas por cuenta de las menores presiones a la depreciación del peso y de la reducción de aranceles.

Respecto a la brecha del producto, cabe resaltar que las estimaciones adelantadas en este *Informe sobre Inflación* cambiaron con respecto a las del trimestre anterior, en parte por la actualización y adaptación de nuevas metodologías para el cálculo de la brecha (para una mejor referencia consúltense el Recuadro 2

Gráfico 39
Fan chart de la brecha del producto



Fuentes: DANE; cálculos del Banco de la República.

del presente informe, página 55). Con información al cuarto trimestre de 2011 se confirma que el año pasado terminó con una brecha ubicada claramente en terreno positivo, aunque en menor magnitud que lo calculado en el informe trimestral anterior. Esto sucedió debido a que, a pesar de las altas tasas de crecimiento registradas (6,1% para el cuarto trimestre y 5,9% para todo 2011), la expansión del producto potencial habría sido alta y superior a la calculada anteriormente.

Además, dadas las perspectivas de crecimiento para el año 2012 presentadas en el presente capítulo, se espera que la tendencia continúe y que la brecha se sitúe por encima de lo observado para el año pasado. El Gráfico 39 muestra que la senda de la brecha del producto se encuentra entre -0,8% y 2,4%, y hace evidente que la mayor probabilidad está alrededor del 0,8% para 2012. Esta senda es ligeramente menor a la presentada en el informe trimestral anterior, pues las proyecciones macroeconómicas de crecimiento potencial también han sido revisadas al alza.

Por su parte, la brecha del mercado laboral se cerró en 2011. La tasa de desempleo promedio para el año anterior se ubicó por debajo de aquella consistente con una inflación estable (o Nairu, por sus iniciales en inglés), incluso antes de lo comentado en el informe trimestral anterior. Para lo que resta del año 2012 se espera que esta brecha continúe siendo negativa, dado el dinamismo esperado de la economía y otros factores que impulsan la demanda de trabajo, como por ejemplo la entrada en vigencia del TLC con los Estados Unidos. Así pues, con un mercado laboral potencialmente menos holgado, es posible que se presenten ajustes al alza en salarios y, en consecuencia, mayores probabilidades de presiones inflacionarias por lo que esto involucra.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

Las perspectivas de la inflación a uno y dos años mejoraron en este informe frente a lo presentado hace tres meses. El ejercicio de pronóstico mostró una senda de inflación que favorece el cumplimiento de la meta de largo plazo (3,0%) tanto para el presente año como para 2013. Esto, a pesar de que la economía habría seguido expandiéndose a un ritmo superior a su promedio histórico y a que el resultado del PIB en el cuarto trimestre de 2011 fue significativamente mayor que el previsto.

Tales resultados, en apariencia contradictorios, deben su explicación a varios cambios en las condiciones económicas esperadas para el corto y mediano plazos. Uno de los más importantes tiene que ver con las menores perspectivas de depreciación

*La brecha del mercado
laboral se cerró
en 2011.*

Las presiones sobre los precios de bienes transables disminuyeron.

del tipo de cambio, dado el comportamiento de esta variable en lo corrido del año y el poco efecto que han tenido los acontecimientos en Europa y en las economías avanzadas sobre la confianza de inversionistas y consumidores en Colombia. Hace tres meses los problemas de la deuda europea amenazaban con generar repercusiones serias sobre las economías emergentes, incluida Colombia, lo que había llevado al peso a depreciarse frente al dólar en una cuantía importante. Ante estos niveles era más probable que los movimientos del tipo de cambio se transmitieran a los precios al consumidor, ocasionando algunas presiones alcistas sobre la inflación a lo largo del año y de 2013.

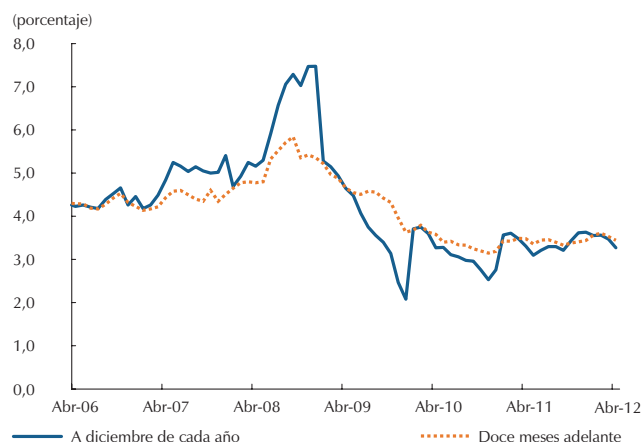
No obstante, las medidas de las autoridades europeas trajeron algo de tranquilidad a los mercados, lo que, unido a los aumentos en los precios de las materias primas y el aumento de la IED, mantuvo baja la percepción de riesgo hacia el país y condujo a la apreciación del peso en 7,7% en el primer trimestre. Con este nuevo nivel, junto con la mayor estabilidad prevista para el tipo de cambio para el resto del año, las presiones sobre los precios de los bienes transables disminuyeron de manera significativa en este informe frente a lo contemplado en diciembre.

Adicionalmente, la apreciación del peso no solo frenó las alzas de los precios de los bienes de consumo importados, sino que también quebró la tendencia ascendente de los ajustes de costos de materias primas, como lo demuestra la fuerte desaceleración de la inflación al productor. De esta manera, en un entorno de una menor depreciación esperada, disminuyeron las presiones de costos que se proyectaban para lo que resta del presente año. Así mismo, los aumentos en los pronósticos del precio del petróleo efectuados en este informe se transmitirían en menor proporción a la inflación interna, tanto al productor como al consumidor.

Otro cambio en el entorno económico tiene que ver con el descenso de las expectativas de inflación que se ha dado en lo corrido del año, de acuerdo con todas las mediciones que efectúa el Banco de la República. Según la encuesta mensual aplicada a los operadores del mercado financiero, la inflación esperada a diciembre de este año pasó de 3,6% a comienzos de enero a 3,4% a comienzos de abril (cuando se redactaba este informe) (Gráfico 40). Las expectativas a doce meses también disminuyeron en una proporción similar y se situaron en 3,5% en abril. La encuesta trimestral efectuada a empresarios, analistas y sindicatos, entre otros, muestra una disminución similar en las expectativas a todos los horizontes, en especial la de doce meses que pasa de 3,5% en enero a 3,4% a comienzos de abril (Gráfico 41).

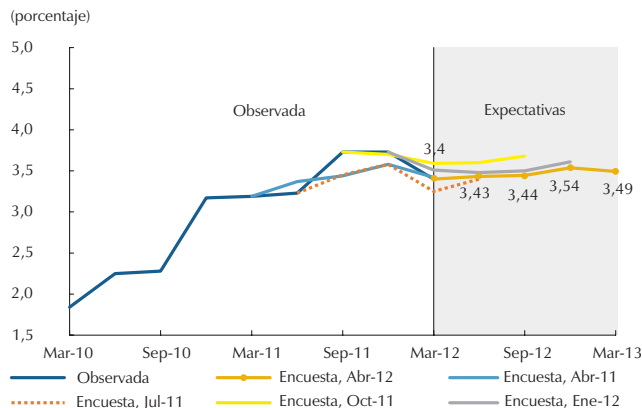
Para horizontes más amplios (dos, tres y cinco años) también se perciben descensos, como lo muestran las cifras obtenidas a partir de las tasas de los títulos de deuda pública (TES). En el informe anterior, con

Gráfico 40
Pronóstico de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa



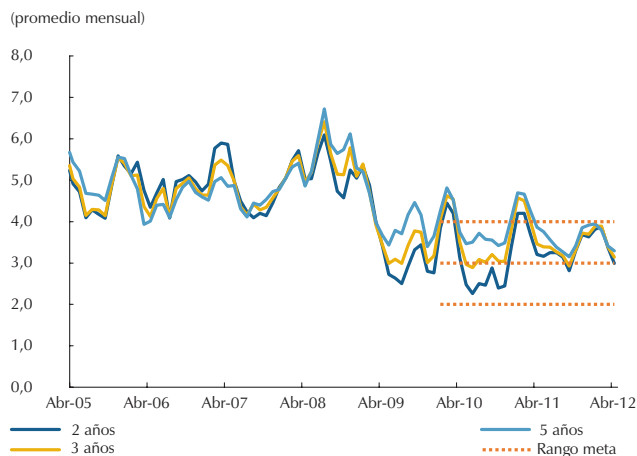
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 41
Encuesta trimestral de expectativas
Inflación observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, nueve y doce meses)
(inflación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 42
Expectativas de inflación derivadas de los TES (a 2, 3 y 5 años)^{a/}



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

cifras a mediados de enero, la inflación esperada en todos estos casos se encontraba cerca de 4%, pero en los últimos tres meses se redujo, y a mediados de abril se situaba muy cerca de 3%, cifra que es la meta de largo plazo propuesta por la JDBR (Gráfico 42).

Las menores presiones sobre precios que acaban de ser enumeradas contrastan con algunos factores alcistas para lo que resta de este año, debidas al dinamismo que se prevé para la demanda, de acuerdo con los pronósticos del PIB presentados a comienzos de este capítulo. Como se mencionó, las estimaciones del Banco indican que la economía no cuenta con muchos excesos de capacidad productiva y que la brecha del producto se mantendrá en terreno positivo en los próximos cuatro trimestres. No obstante, los aumentos de la tasas de interés efectuados en los últimos tres trimestres deberán impedir un desbordamiento de la demanda, evitando que la brecha se amplíe a partir del segundo semestre del año. Además, el ejercicio actual condujo a una revisión hacia arriba en el crecimiento potencial de la economía como resultado del gran esfuerzo en inversión efectuado en los años anteriores y que deberá prolongarse al menos durante 2012.

Así las cosas, de acuerdo con los pronósticos que se presentan en este informe, las presiones de demanda serán más bien moderadas en los próximos trimestres y en buena parte compensadas por los efectos de la apreciación del peso y la reducción de las expectativas de inflación. Ello no implica que no se presenten algunas alzas por encima del rango meta, debidas al surgimiento de cuellos de botella en sectores específicos; sin embargo, ellas no pondrían en riesgo la estabilidad de la inflación en lo que resta del año.

Las circunstancias mencionadas mostraron como resultado una disminución de la senda central de pronóstico de la inflación total anual respecto de lo presentado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre. La nueva proyección central contempla una inflación relativamente estable en los niveles de marzo y una convergencia hacia la meta de largo plazo (3%) a partir del cuarto trimestre.

Por su parte, el pronóstico de la inflación básica, representada por el IPC sin alimentos, también se redujo para lo que resta del año y para 2013. En el ejercicio actual este indicador se mantiene muy cerca de la meta de largo plazo en los próximos cuatro trimestres, con un descenso marginal a mediados de 2013.

El pronóstico del IPC de alimentos se redujo en este Informe.

Por componentes del IPC, el cambio más importante en los pronósticos ocurrió con la variación anual de transables sin alimentos ni regulados, cuya senda a ocho trimestres se redujo de manera significativa, recogiendo el fortalecimiento del peso en el primer trimestre y la menor tendencia hacia depreciación prevista para lo que resta del año. Debido a ello, las proyecciones actuales ya no prevén una aceleración de la variación anual de esta canasta y le dan menor importancia a las presiones de demanda sobre estos precios. La senda central de pronóstico contempla una variación anual que cede en el transcurso del año y que solo tendería a aumentar durante 2013.

Otro cambio significativo se presentó en la variación anual del IPC de alimentos. La mejor situación de la oferta agropecuaria gracias a la normalización de las condiciones climáticas mantendría la inflación de alimentos por debajo de la senda prevista hace un trimestre. En este caso se espera un descenso hacia 4,0% durante los próximos meses, con algún leve repunte a comienzos de 2013, en razón de la oscilación propia del ciclo agrícola. La menor depreciación del peso también contribuye al descenso del pronóstico.

En materia de pronósticos de precios de regulados, en este informe se presentaron dos cambios principales. El primero, asociado con el aumento en la proyección del precio internacional de los combustibles, lo cual conllevaría ajustes mayores en el caso del precio interno de la gasolina y de las tarifas de gas domiciliario. El aumento, sin embargo, consideró la menor depreciación prevista para el peso, ya mencionada. Además, en el caso del gas, tienen en cuenta los cuellos de botella que se han presentado para su transporte a los centros de consumo, problema que no sería superado en lo que queda del año. El segundo cambio consiste en una disminución de las tarifas de acueducto debido a la decisión adoptada por la Alcaldía de Bogotá de reducir las tarifas para los estratos de menores ingresos (en al menos 26%). Estos menores ajustes se trasladarían al IPC a partir de mayo.

Con estas modificaciones, la variación anual del IPC de regulados deberá mantenerse en niveles similares a los de marzo en la mayor parte del año y solo empezaría a descender por debajo de 4,0% a finales del cuarto trimestre y en el primero de 2013. En el informe anterior la convergencia hacia la meta se preveía más pronto.

Finalmente, la senda de pronóstico para el IPC de no transables sin alimentos ni regulados disminuyó un poco frente a lo presentado en el informe anterior, debido al aumento de las tasas de interés del Banco y del mercado y al descenso de las expectativas de inflación. Así mismo, la senda central contempla una brecha del producto que es algo menor para finales de 2011 y para todo 2012 que lo contemplado hace tres meses, por las razones ya expuestas. Esto implica menores presiones de demanda sobre los precios. Como se ha dicho en otros informes, los no transables son el segmento del IPC más sensible al dinamismo del gasto.

El aumento de las tasas de interés y las menores expectativas de inflación disminuyeron los pronósticos del IPC de no transables.

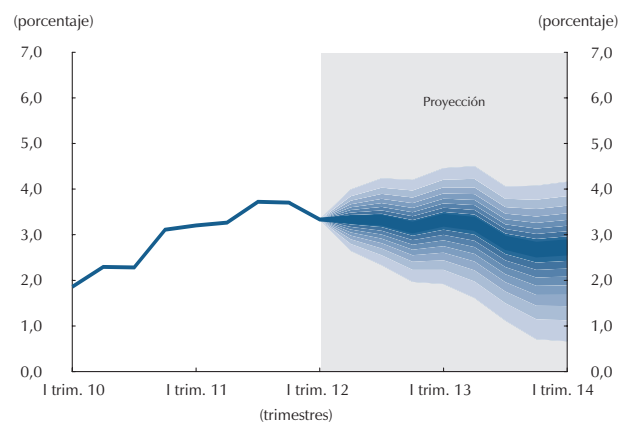
Cabe señalar que las sendas de pronóstico descritas no contemplan ningún impacto por cuenta de la entrada en vigencia del TLC con los Estados Unidos a partir del 15 de mayo de este año. En el caso de los alimentos, esto es más claro porque

buena parte de los productos agropecuarios que pudieran ser importados desde ese país tienen un cronograma de desgravación lento, por lo que las reducciones en los precios pueden ser muy pequeñas en un comienzo. En el caso de otro tipo de productos esto puede ser menos probable.

2. Balance de riesgos

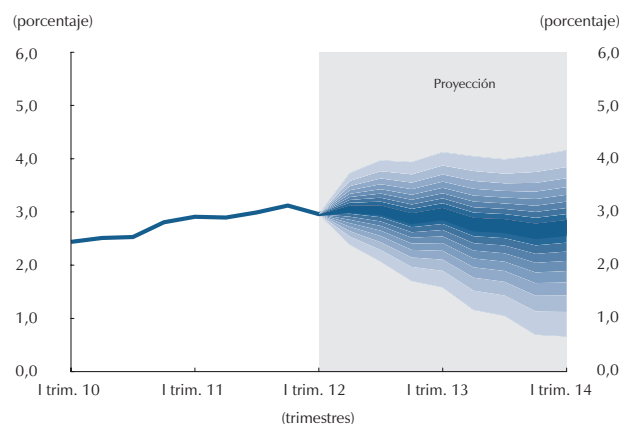
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 43 y 44. Como consecuencia de la incertidumbre que aún persiste en el contexto internacional, la amplitud de los rangos se mantiene elevada y mayor de lo que ha sido usual en el pasado. Adicionalmente, y a diferencia del informe anterior, en esta oportunidad el balance de riesgos se encuentra un poco más sesgado a la baja. Una de las razones para ello son los posibles efectos sobre los precios internos que podría originar el TLC con los Estados Unidos, los cuales no están valorados en la senda central.

Gráfico 43
Fan chart de la inflación total



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 44
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En particular, los principales riesgos al alza que se contemplan en esta ocasión son:

- *La demanda interna podría mostrar un dinamismo mayor que el esperado.* A pesar de que algunos sectores muestran algunos síntomas de moderación en sus ritmos de crecimiento, el comportamiento de la mayoría de indicadores de gasto en lo corrido del año sugiere que la demanda interna podría mostrar un crecimiento para 2012 mayor que el previsto en la senda central. En especial, el mayor riesgo proviene de la posible subestimación del dinamismo de la inversión, principalmente en los componentes de infraestructura y de edificaciones, dados los últimos anuncios del Gobierno relacionados con el impulso a la construcción de vivienda de interés social. Adicionalmente, la puesta en marcha el TLC con los Estados Unidos puede

Hasta el primer trimestre los aumentos en la tasa de interés habían incidido poco en el dinamismo del crédito.

dar un impulso adicional a la IED y por esta vía a la inversión macroeconómica, como ha quedado demostrado con otros países que lo han suscrito. Por otro lado, hasta el primer trimestre los aumentos en las tasas de interés habían incidido poco sobre el crédito, especialmente el dirigido a los hogares, el cual sigue creciendo a tasas de dos dígitos. Esta dinámica del crédito puede continuar estimulando la demanda interna más allá de lo estimado en la senda central de este informe. Ello puede conducir a una ampliación de la brecha por encima de lo contemplado, con un impacto adicional sobre los precios al consumidor.

- *Choque por cuenta de una posible reforma tributaria.* A pesar de que el proyecto de reforma tributaria aún no ha sido divulgado ni se encuentra formulado de manera definitiva, se han hecho públicas noticias sobre la intención del Gobierno de presentarlo durante el segundo semestre. Una de las posibles modificaciones abarcaría gravar con el impuesto de valor agregado (IVA) a algunos productos antes exentos. De darse lo anterior, se configuraría un choque transitorio sobre los precios en 2013. En caso de que dichas alzas afecten las expectativas de los agentes, los efectos sobre la inflación podrían ser duraderos.
- *Mayores ajustes salariales que los previstos, con incidencia en los precios.* Como se mencionó en la primera parte de este capítulo, la brecha del mercado laboral ya se cerró, por lo que aumentos en la demanda de empleo pueden inducir más fácilmente ajustes en los salarios. Además, no se debe descartar una presión alcista a partir del incremento del salario mínimo sobre los demás salarios y sobre los precios, mayor que la prevista. La transmisión de salarios a los precios puede darse de manera directa mediante el efecto sobre los costos de producción, pero también de modo indirecto, por medio de los mecanismos de indexación que se encuentran en los contratos de precios y que vinculan sus ajustes al del salario mínimo.

Por su parte, los principales riesgos a la baja contemplados en este informe son:

- *Menores precios por la entrada en vigencia del TLC.* La reducción de aranceles en un gran número de insumos y bienes finales, ocasionada por la entrada en vigencia desde mayo del TLC con los Estados Unidos, podría ejercer una presión adicional a la baja en los precios al consumidor, sobre todo de los bienes transables. Sin embargo, los demás bienes y servicios de la canasta también pueden resultar impactados por las disminuciones en los costos de insumos. Esto se daría, inclusive, si las importaciones con menores aranceles no se materializan rápidamente, porque además la amenaza de entrada de nuevos productos puede provocar una rápida revisión de precios de los inventarios ya existentes. Por otro lado, si con el TLC se concreta una mayor IED, las presiones a la depreciación del tipo de cambio pueden reducirse aún más, lo que tendría impactos bajistas sobre los precios. Los riesgos a la baja asociados con el TLC son a los que mayor ponderación se les ha asignado en este informe.

La entrada en vigencia del TLC con los Estados Unidos puede reducir los precios de varios bienes transables, en especial de materias primas.

La probabilidad de que la inflación se sitúe dentro del rango meta en 2012 sigue siendo alta.

- *Profundización y prolongación de la crisis en Europa y otras economías avanzadas.* Como se ha mencionado en los capítulos precedentes, la senda central de pronóstico supone que en el primer semestre de 2012 Europa sobrelleva una recesión leve, que tendría poco impacto sobre la economía colombiana. Esta situación debería mejorar a partir del segundo semestre. Sin embargo, los riesgos de que se acentúe la contracción económica en esa región y de que se extienda más allá del primer semestre no son despreciables, pues los programas de ajuste fiscal son fuertes y los mercados laborales están bastante deteriorados. Además, sigue siendo poco clara la viabilidad del plan de salvamento de Grecia. De materializarse estos riesgos se tendría un mayor debilitamiento de la demanda externa, con el consiguiente efecto sobre los términos de intercambio, que podría presionar a la baja directamente a los precios de los regulados y de manera indirecta a otros precios internos, dada la reducción del ingreso nacional disponible. Estos efectos predominarían sobre los que se prevén de una mayor depreciación del peso, como sucedió en la crisis de 2008-2009.

En resumen, aunque la ponderación de los distintos riesgos en los *fan chart* muestra un sesgo a la baja, la probabilidad de que en 2012 la inflación total se ubique en el rango meta y que en 2013 converja a la de largo plazo (3,0%) sigue siendo alta. Esto también ocurre con el balance de riesgos para la inflación sin alimentos. Cabe decir que en ambos ejercicios se supone una política monetaria activa, donde la tasa de intervención se ajusta para llevar la inflación a la meta de largo plazo (3,0%).

Recuadro 2

DOS NUEVAS MEDIDAS DE LA BRECHA DEL PRODUCTO*

Andrés González
Sergio Ocampo
Julián Pérez
Diego Rodríguez**

En el análisis de la política monetaria uno de los indicadores de actividad económica que más se utiliza es la brecha del producto, la cual mide cuán desviada está la economía de su producto potencial. Este último se entiende como el nivel de producto consistente con la ausencia de presiones inflacionarias. Por tal razón, la brecha desempeña un papel importante en las decisiones de política monetaria en cuanto es uno de los determinantes de la dinámica de la inflación. Una brecha del producto positiva (producto observado mayor que el potencial) indica que la economía se está sobrecalentando lo que presiona al alza la inflación. En este caso, la autoridad monetaria debe aumentar la tasa de interés de política para regular (“enfriar”) la economía. En el escenario contrario, cuando la brecha del producto se encuentra en terreno negativo (producto observado menor que el potencial), el banco central puede ofrecer un estímulo monetario (reducción de la tasa de interés de política) para impulsar el crecimiento.

Sin embargo, a pesar de su utilidad al momento de diagnosticar el estado de la economía actual y las posibles presiones sobre la inflación, la brecha del producto no puede ser medida de manera directa, ya que el nivel del producto potencial es una variable no observable, que debe ser inferida a partir de la información macroeconómica disponible. Este último hecho hace que exista una alta incertidumbre en torno de sus estimaciones. Por esta razón, el equipo técnico del Banco de la República emplea diversos modelos y metodologías¹ que recogen diferente información, de manera tal que se puede obtener una medida menos incierta del indicador.

* Este documento se basa en González, A.; Ocampo, S.; Pérez, J.; Rodríguez, D. (2012). “Output Gap Measures for Colombia Based on Semi-structural Models” (mimeo), Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

** Los autores son, en su orden: director y profesional del Departamento de Modelos Macroeconómicos, asistente del Departamento de Programación e Inflación y jefe del Departamento de Modelos Macroeconómicos. Las opiniones expresadas son de exclusiva responsabilidad de los autores, por lo que no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

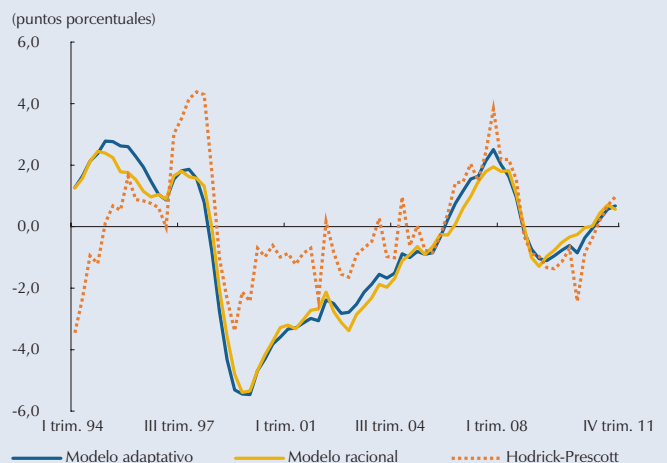
1 Para mayor detalle véase Torres, J. (2007), “La estimación de la brecha del producto en Colombia”, Borradores de Economía, núm. 462, Banco de la República.

Para este *Informe sobre Inflación* se proponen dos de los modelos para la estimación de la brecha del producto. Los dos modelos, semiestructurales de tipo nekeynesiano adaptados a una economía pequeña y abierta, incorporan la información de series macroeconómicas distintas al PIB observado, teniendo en cuenta las relaciones estructurales entre variables como la inflación, la tasa de interés y las variables externas (la tasa de interés externa o la tasa de cambio real). Esto representa una ventaja en la identificación de la brecha frente a los filtros estadísticos univariados (como el filtro Hodrick-Prescott), donde la única información utilizada es el PIB observado.

Los dos modelos propuestos difieren entre sí en la forma como se supone que los agentes generan sus expectativas sobre el valor de las variables macroeconómicas en el futuro. En el primer modelo se supone que los agentes actúan racionalmente e incorporan toda la información disponible en su formación de expectativas, incluyendo la estructura de la economía y el valor presente y pasado de todas las variables. En el segundo se abandona el supuesto de racionalidad y se considera, en cambio, que los agentes responden a reglas de comportamiento predefinidas al generar sus expectativas. Estas reglas dependen del valor presente y pasado de la variable sobre la que se plantea la expectativa.

Los dos modelos son estimados utilizando datos trimestrales para Colombia y los Estados Unidos para el período 1994-2011. Los resultados para la brecha del producto se presentan en el Gráfico R2.1; además, se muestra el componente cíclico del producto extraído con el filtro de Hodrick-Prescott como referencia.

Gráfico R2.1
Brecha del producto



Fuente: cálculos de los autores.

Los resultados indican que la brecha del producto en Colombia tiene un comportamiento suave y muy persistente, con cambios drásticos en el período de crisis 1998-1999 y en el último trimestre de 2008, coincidiendo con la turbulencia internacional generada por la más reciente crisis financiera global. También se observa que las medidas de brecha tienden a ser consistentes a la hora de indicar si la economía está operando por encima o por debajo de su potencial. Sin embargo, no son igual de consistentes a la hora de indicar la magnitud del ciclo, siendo mayores las diferencias al comparar el método estadístico (filtro de Hodrick-Prescott) con los

métodos económicos. Este último hecho demuestra el alto grado de incertidumbre del valor de la brecha del producto.

En cuanto a los movimientos de la brecha del producto extraídos de los dos modelos usados, en el Gráfico R2.1 puede verse que la brecha negativa, que siguió al período de alto crecimiento entre 2006 y 2007, ya se cerró. Las estimaciones para los últimos trimestres muestran una brecha positiva, aunque pequeña. Esto indicaría que las presiones inflacionarias provenientes de la demanda aún son moderadas.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA DE LARGO PLAZO

En los últimos años la ampliación del déficit en cuenta corriente se ha dado a pesar del mayor superávit del sector minero-energético.

La ampliación del déficit, por el lado de cuentas nacionales, se dio por un aumento mayor de la inversión frente al ahorro. El menor incremento en el ahorro se generó por una importante expansión del consumo privado. En el largo plazo la inversión creciente puede aumentar la capacidad productiva del país.

Durante el primer trimestre de 2012 la cartera del sistema financiero siguió creciendo, en especial por el crédito de consumo.

En 2011 los precios reales de la vivienda continuaron con una dinámica creciente, en particular para aquellos grupos de ingresos medios y altos.

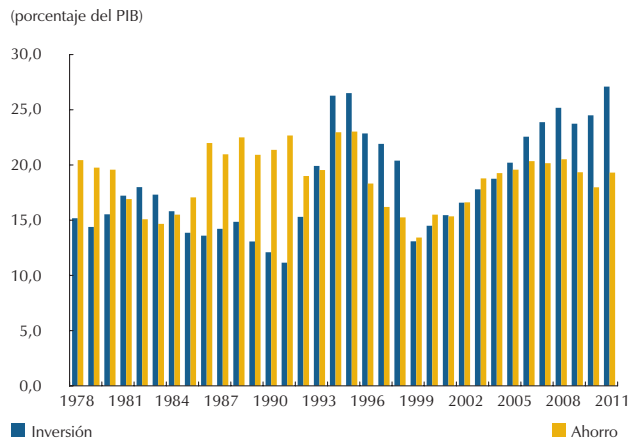
La economía colombiana se encuentra en una etapa de alto crecimiento y de importantes entradas de capital. Varios autores señalan que ante la presencia de estos eventos¹² se aumenta la probabilidad de generar desequilibrios macroeconómicos, tales como déficits no sostenibles en la cuenta corriente, excesos de crédito o sobrevaloraciones en los precios de los activos.

En este contexto, es fundamental para las autoridades económicas identificar a tiempo dichas vulnerabilidades para así evitar la formación de tales desbalances. Por tanto, como se ha venido haciendo desde hace varios informes, en este capítulo se hace un seguimiento del comportamiento de algunas variables clave con el fin de identificar posibles riesgos a la estabilidad macroeconómica del país.

La divulgación oportuna del seguimiento a estos riesgos también puede considerarse como una medida de política macroprudencial, en la medida que aporta

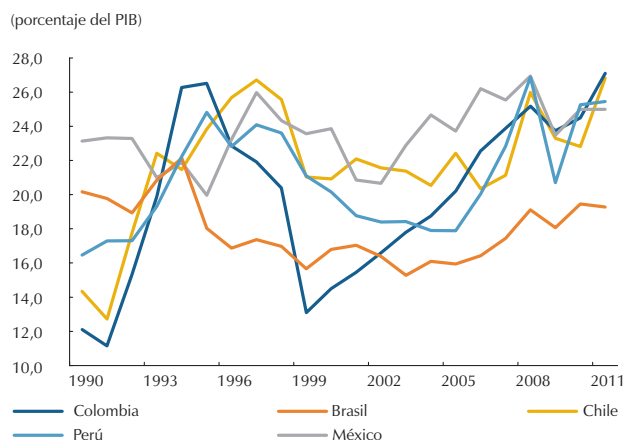
12 Véase, por ejemplo, Calvo (2011) y Agosin y Huaita (2009).

Gráfico 45
Inversión y ahorro como porcentaje del PIB en Colombia



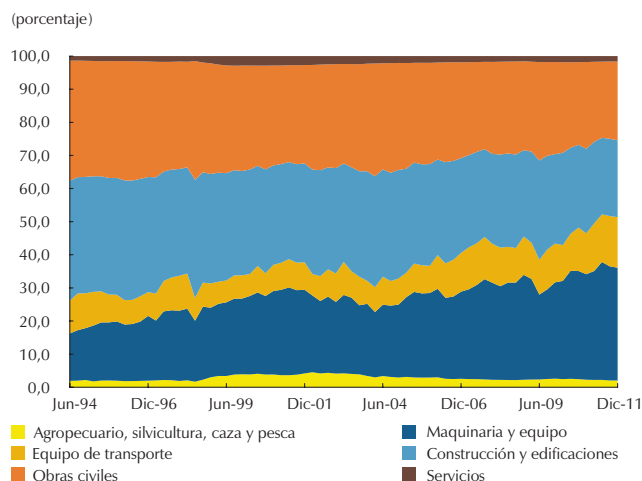
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 46
Tasa de inversión en algunos países de América Latina



Fuente: bancos centrales de cada país.

Gráfico 47
Inversión: participación por sectores



Fuentes: DANE y Banco de la República.

mayor información a los agentes para la toma de decisiones y disminuye la probabilidad de ocurrencia de una crisis futura.

A. DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE

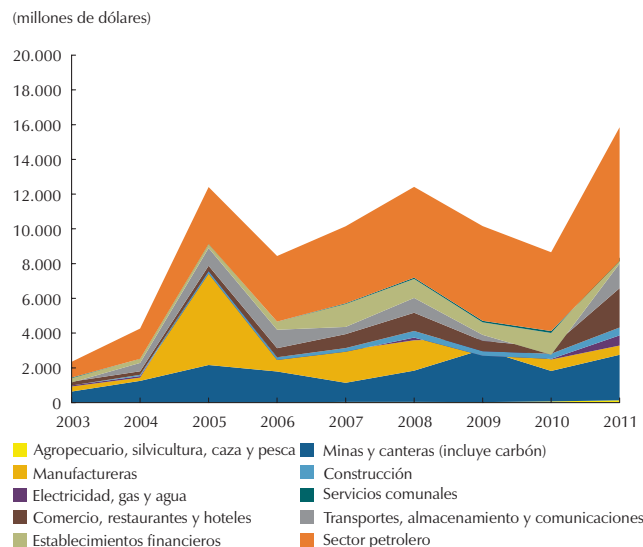
En los últimos años en Colombia se ha observado una ampliación continua en el déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB, al pasar de cerca de 1% en 2004 a alrededor del 3% en 2010 y 2011. De acuerdo con la información de las cuentas nacionales, el mayor déficit se explica por la aceleración de la inversión registrada en los últimos años, que no fue acompañada por crecimientos de la misma magnitud del ahorro interno. Lo anterior implicó un mayor uso de ahorro externo para financiar el gasto, y con ello el déficit en la cuenta corriente se amplió (Gráfico 45).

La aceleración de la inversión partió desde niveles bajos a raíz de la crisis de finales de los años noventa. Adicionalmente, como se observa en el Gráfico 46, entre 1999 y 2003 el rezago de la tasa de inversión de Colombia frente a otros países de la región también era elevado.

Si la inversión aumenta la capacidad productiva del país y tiende a generar superávits corrientes en el futuro, el mayor uso del ahorro externo para financiar este gasto interno no generaría riesgos a la estabilidad macroeconómica. Como se muestra en el Gráfico 47, en los últimos años varios de los destinos de la inversión podrían tener estas características. En primer lugar, a diferencia de los años noventa, cuando la inversión en construcción fue muy importante, en los últimos cinco años el gasto en maquinaria y equipo, así como en equipo de transporte, han ganado participación. De la misma manera, la IED en Colombia ha crecido en los diferentes sectores, en especial en el minero-energético (Gráfico 48). Como se explicará, este último sector ha sido fuente de superávit en la cuenta corriente.

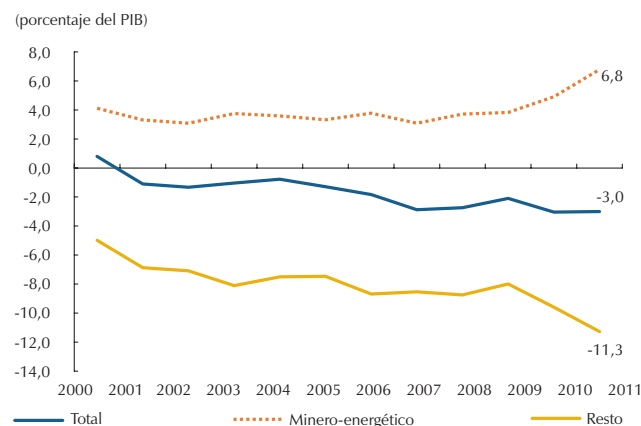
En el Gráfico 49 se descompone la cuenta corriente de la balanza de pagos en dos sectores: minero-energético y resto. Como se observa, la ampliación del déficit se ha dado en un contexto de crecientes superávits del sector minero-energético (6,8% del PIB en 2011), junto a importantes déficits en el resto de sectores (11% en 2011).

Gráfico 48
Inversión extranjera directa por sectores



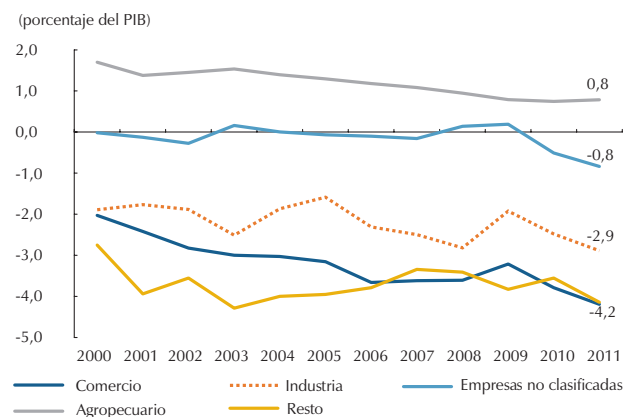
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 49
Cuenta corriente sectorial de la balanza de pagos



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 50
Cuenta corriente sectorial sin sector minero-energético



Fuente: Balanza de pagos, Banco de la República.

El buen desempeño del sector minero-energético se ha reflejado en un aumento significativo de sus exportaciones (56% en 2011), lo que las ha llevado a ganar participación dentro de las ventas externas totales en los últimos cinco años: en 2007 estas representaban el 43% y en 2011 llegaron a ser del 70% del total. Lo anterior se ha dado en un escenario de precios internacionales del petróleo inusualmente altos en los últimos dos años. Cabe señalar que el superávit minero-energético tiene dos componentes: el primero, el generado por las empresas extranjeras que se compensa parcialmente por la remisión de utilidades a las casas matrices y el segundo, por cuenta de las exportaciones de empresas nacionales como Ecopetrol.

En cuanto al resto de sectores (Gráfico 50), sobresale el comercio, el cual alcanzó un déficit de 4,2% en 2011, registrando una ampliación de 1 pp del PIB entre 2009 y 2011. La industria ha mantenido un déficit estable alrededor del 4% del PIB. Por su parte, el grupo de empresas no clasificadas, principalmente pequeñas empresas importadoras, contribuyeron con la ampliación del déficit corriente en 1 pp en los últimos dos años¹³.

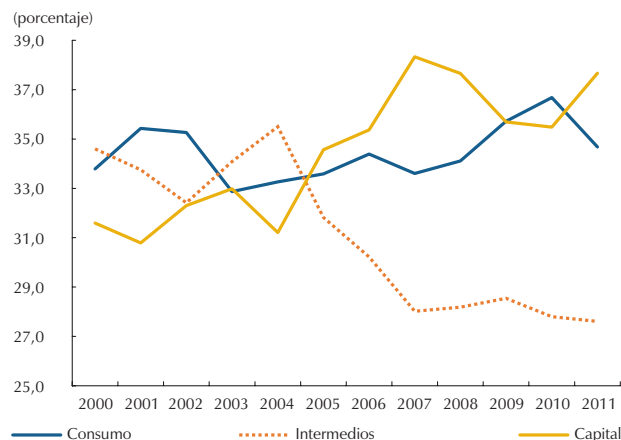
El crecimiento de las importaciones fue el componente de la cuenta corriente que más contribuyó para que el déficit se ampliara en los sectores no minero-energéticos. Así, entre 2009 y 2011 en el comercio, la industria y el grupo de empresas no clasificadas, las compras externas aumentaron de manera importante, al hacerlo en 67%, 57% y 110%, respectivamente (Gráfico 51). Dicho comportamiento se ha observado particularmente en la adquisición de bienes de capital y de consumo.

En materia de sostenibilidad de la cuenta corriente, tanto el nivel de déficit observado en los últimos dos años como la proyección para 2012 (entre 3,3% y 3,7% del PIB) son mayores a las estimaciones de largo plazo, lo que implica una ampliación en la brecha (Gráfico 52). De esta forma, si se cumple el punto medio de la proyección, el déficit de la cuenta corriente

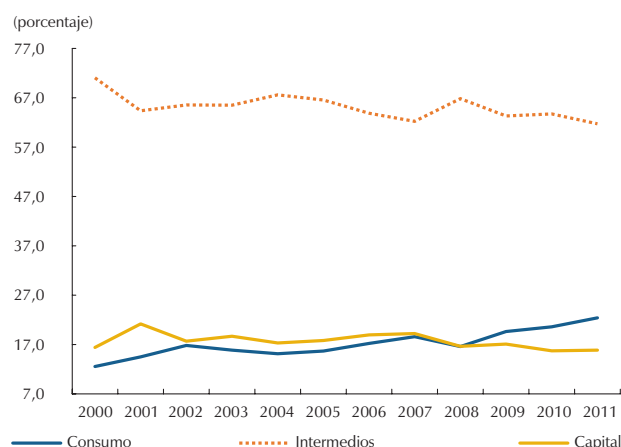
13 Esta información corresponde a un ejercicio preliminar el cual está sujeto a revisión.

Gráfico 51

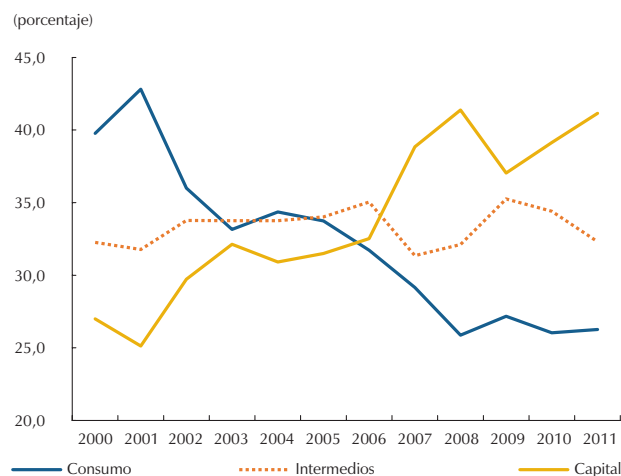
A. Participación por tipo de bien dentro de las importaciones del comercio



B. Participación por tipo de bien dentro de las importaciones de la industria



C. Participación por tipo de bien dentro de las importaciones de las empresas no calificadas



Fuentes: DANE.

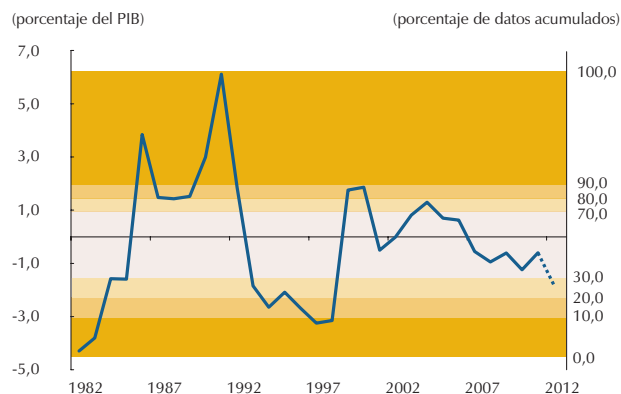
alcanzaría una franja en la cual, desde 1981, solo se ha observado este tipo de registros en el 30% de las ocasiones.

Como se mencionó, gran parte de la ampliación de la anterior brecha en la cuenta corriente se debe a una aceleración de la inversión, que podría aumentar la capacidad productiva y generar ingresos externos futuros. Por el lado de la cuenta de capitales, las cifras de balanza de pagos muestran una financiación originada principalmente en IED¹⁴. Estos factores son fundamentales en la sostenibilidad del déficit en la cuenta corriente.

No obstante, la ampliación del déficit también se ha dado en un entorno de términos de intercambio muy favorables, que han estimulado el ingreso nacional y han contribuido al aumento del gasto en bienes de consumo semidurables y durables.

Por lo anterior, existe el riesgo de que se perciba la mejora en el ingreso nacional como si fuera permanente, y así se anticipe el gasto en consumo utilizando altos niveles de crédito para financiarlo. Si estas expectativas no se materializan y los términos de intercambio caen, el menor ingreso disponible puede ser insuficiente para sostener el gasto. En este escenario de vulnerabilidad

Gráfico 52
Brecha de la cuenta corriente y percentiles^{a/}



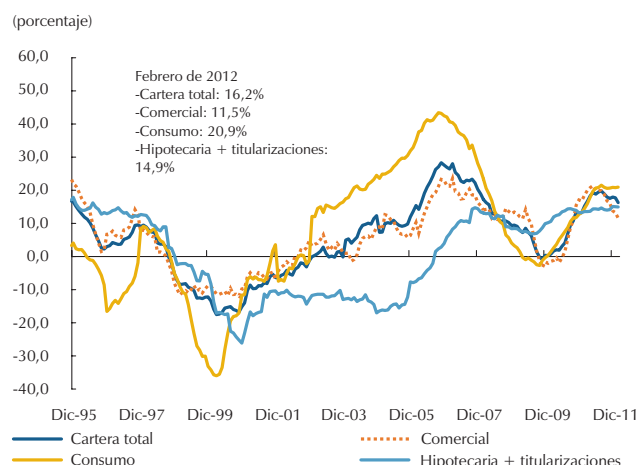
a/ La brecha se calcula como cuenta corriente/PIB observada menos promedio de las estimaciones de equilibrio de la cuenta corriente/PIB. Los percentiles son calculados con información desde 1981.
Fuente: Banco de la República.

14 La deuda de corto plazo se ha originado para financiar anticipadamente importaciones.

macroeconómica podría presentarse un cierre en la cuenta corriente y una fuerte caída del producto.

B. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO Y DEL PRECIO DE LA VIVIENDA

Gráfico 53
Crecimiento real anual de la cartera



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

1. Crédito

Durante los tres primeros meses del año la cartera total continuó con una tendencia creciente, observada desde hace más de un año. Las altas tasas de crecimiento del crédito se han registrado en todos los sectores, pero de forma destacada en los préstamos a los hogares destinados a crédito de consumo. En lo corrido a marzo y en términos reales, la cartera total creció 16,0% anual, la de consumo 21,3%, la hipotecaria 13,0% y la comercial 10,7% (Gráfico 53).

De esta forma, el endeudamiento de los hogares continuó aumentando, principalmente como consecuencia del dinamismo de la cartera de consumo. Las mejoras en el mercado laboral, especialmente en el sector formal, pudieron haber mejorado las expectativas de estabilidad en el empleo, hecho que estimula tanto la demanda como la oferta de crédito. Por otra parte, según las cifras de cuentas nacionales consolidadas hasta 2010, el ingreso disponible de los hogares ha crecido de forma importante. No obstante, el crédito de consumo lo viene haciendo a una mayor velocidad, lo que constituye mayores niveles de apalancamiento de los hogares.

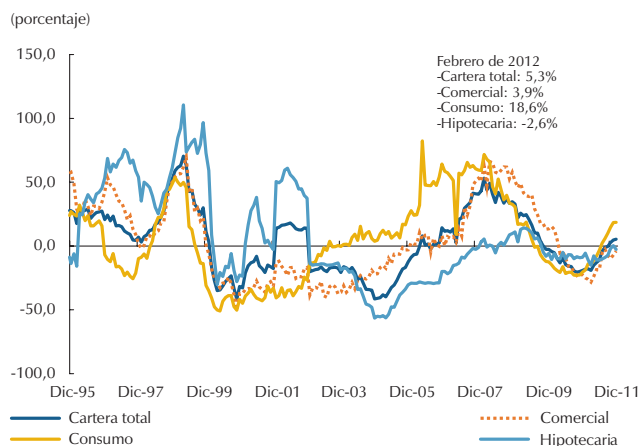
En cuanto al crédito de vivienda, a diferencia de lo ocurrido en la crisis de 1999, esta vez el apalancamiento ha sido menor. En 2011 el *loan to value* (LTV) —razón entre el valor de los desembolsos y el valor de las garantías— se incrementó, pero dista de los datos elevados de este indicador observados previos a dicha crisis¹⁵. De todos modos, hay que tener en cuenta que el LTV es sensible a sobrevaloraciones en el precio de la vivienda, que de llegar a darse, podrían no reflejar excesos de apalancamiento cuando éste efectivamente se está presentando.

En el caso de la industria y el comercio, el mayor crédito a estos sectores ha estado acompañado con mejoras en los resultados de sus balances. Las buenas cifras de actividad económica, unidas a unas tasas reales de interés de crédito comercial bajas, han incentivado la demanda y oferta de préstamos en estos sectores.

15

Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2012.

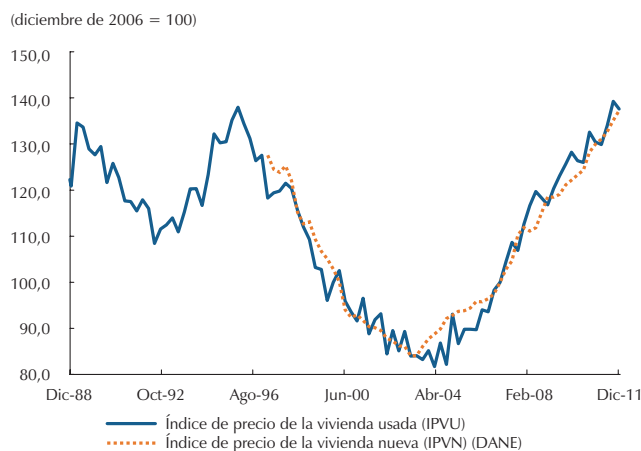
Gráfico 54
Crecimiento real anual de la cartera vencida



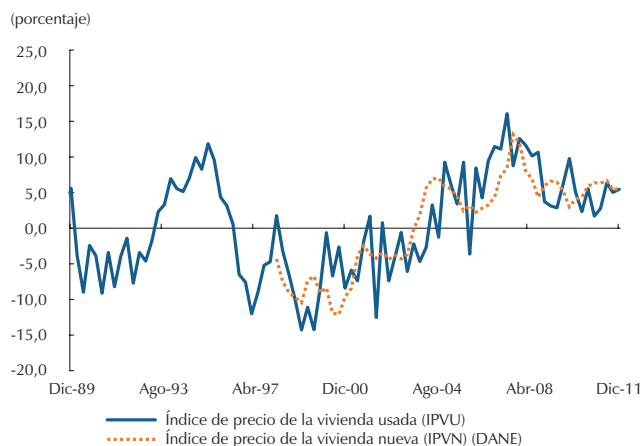
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 55

A. Índices del precio de la vivienda relativo al IPC



B. Variación anual del IPVU e IPVN



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En cuanto al riesgo de la cartera, los indicadores de calidad¹⁶ (IC) y de mora¹⁷ (IM) se han mantenido en niveles moderados y se ubicaron en febrero de 2012 en 6,8% y 3,2%, respectivamente. Estas cifras estuvieron ligeramente por encima de lo registrado en diciembre de 2011 (IC: 6,7% e IM: 2,8%), aunque son menores a las observadas un año atrás (IC: 7,8% e IM: 3,5%, en su orden). La cartera vencida total ha empezado a registrar tasas de crecimiento reales positivas, lo cual está explicado esencialmente por la dinámica de la modalidad de consumo, cuya cartera vencida creció a una tasa real anual de 18,6% en febrero de 2012 (Gráfico 54). La cartera vencida hipotecaria continúa cayendo en términos anuales.

2. Precios de la vivienda

En el cuarto trimestre de 2011 los precios reales de la vivienda en Colombia continuaron con su tendencia creciente: la variación anual fue de 5,5% para la vivienda usada¹⁸ y de 5,6% para la nueva (Gráfico 55). Para el año completo y en el mismo orden, estos precios crecieron 4,9% y 6%. Así, en los últimos cuatro años se ha registrado un crecimiento real promedio cercano al 5% anual. Por ingresos¹⁹, la dinámica del precio de la vivienda usada en Bogotá se explicó principalmente por los medios y altos, que en 2011 aumentaron 5,8% y 9,7%, respectivamente²⁰ (Gráfico 56).

Como se ha mencionado en anteriores informes, el comportamiento de los precios de la vivienda puede estar explicado por factores de largo plazo, como res-

16 Es la razón entre la cartera calificada como B, C, D y E y la cartera total.

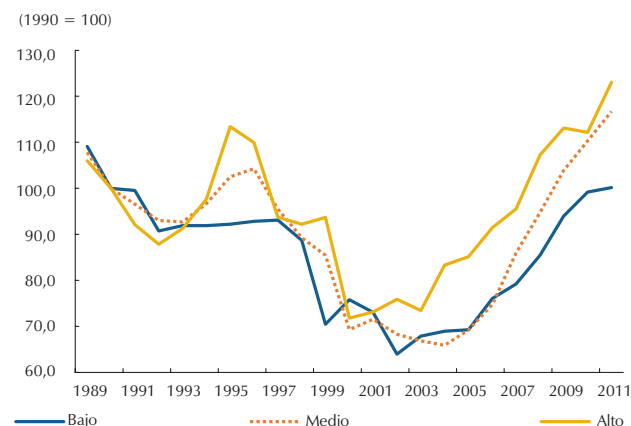
17 Es la razón entre la cartera vencida y la cartera total.

18 Los datos del índice de precios de la vivienda usada (IPVU) son provisionales y están sujetos a revisiones.

19 Para la clasificación por ingreso se toman como *bajos* los avalúos menores o iguales a los 125 salarios mínimos mensuales vigentes (SMMV); *medios*, los que están entre 125 y 135 SMMV, y los *altos*, mayores a 135 SMMV.

20 La última estimación del precio de la vivienda usada implicó un alza del dato de 2011 para los ingresos bajos. Estos datos se muestran anualmente, puesto que los trimestrales tienen baja representatividad.

Gráfico 56
IPVU real por ingresos en Bogotá



Fuente: Banco de la República.

tricciones de oferta de tierras, migración hacia las ciudades, entre otros. Pero también de corto plazo, como por ejemplo la búsqueda de mejores y más estables rendimientos ante la incertidumbre en los mercados externos. En este contexto, en la oferta y demanda de este bien las expectativas de valorización es un factor fundamental que puede explicar su dinámica.

La experiencia de la pasada crisis inmobiliaria en los Estados Unidos es un buen ejemplo del riesgo que se puede enfrentar cuando se tienen altas expectativas de valorización junto con una amplia oferta de crédito. Allí la tendencia creciente en los precios de estos activos contribuyó para que los aumentos se percibieran como persistentes y de esta forma se incentivó mayo-

res niveles de deuda hipotecaria. Como dichas expectativas no se materializaron y, por el contrario, el precio cayó, el nivel del crédito superó el valor de la vivienda y se generó una crisis financiera por incumplimientos de pago. En este sentido, si bien los niveles de deuda hipotecaria relativos a PIB en Colombia son bajos, es un riesgo que se debe seguir monitoreando.

De igual forma, medidas alternativas de los precios de la vivienda en el largo plazo deben ser evaluadas para identificar posibles sobrevaloraciones de estos. Un ejercicio en este sentido se presenta en el Recuadro 3.

Recuadro 3

ESTIMACIÓN PANEL DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA*

Carolina Arteaga Cabrales**

La vivienda es un activo que concentra una gran parte de la riqueza de los hogares. Por esta razón es de vital importancia hacerle seguimiento a posibles desalineamientos en los precios de la misma, los cuales puedan conducir a decisiones de los agentes que afecten la estabilidad macroeconómica de largo plazo. Las fuertes entradas de capitales, como las registradas recientemente en el país, pueden inducir a desalineamientos en los precios de la vivienda mediante la mayor toma de riesgo y el aumento de la liquidez en la economía. La teoría del acelerador financiero intenta explicar uno de los canales por el cual elevados ingresos de capitales pueden generar un desequilibrio en los mercados de activos y del crédito¹. Según esta teoría, la fuerte afluencia de capitales a un país puede incrementar la demanda por activos y estimular sus precios a tal punto que se genere un efecto riqueza en los agentes. Ello, a su vez, aumenta su capacidad de apalancamiento e incentiva la toma de créditos por parte de los agentes para continuar adquiriendo activos. En este escenario el precio de estos bienes puede alcanzar niveles no sostenibles. Si por alguna razón el ciclo de capitales se revierte y el precio de los activos cae, las familias y las empresas endeudadas pueden incumplir sus obligaciones y generar una crisis financiera.

En este recuadro se busca, con una estimación panel, encontrar el componente de los precios de la vivienda explicado por los movimientos en los determinantes de la oferta y demanda del sector. En este contexto, niveles distintos a esta estimación podrían ser el resultado de expectativas de valorización, que de no cumplirse, implicarían una sobrevaloración. Cabe resaltar que el hecho de que los precios se muevan de acuerdo con los fundamentales no implica que los precios no registren caídas abruptas; ya que recesiones, salidas de flujos de capital y cambios demográficos pueden deteriorar fuertemente el mercado de vivienda.

Por el lado de la demanda, los factores más importantes que se encuentran en la literatura son: el ingreso y la riqueza

financiera de los hogares, la tasa de interés, factores demográficos, las expectativas de valorización y la tasa de retorno esperada. Recientemente Calvo (2012) y Favilukis *et al.* (2012) encontraron que existe una relación positiva entre la demanda por vivienda y los flujos de capital vía mayor liquidez y mayor disponibilidad de crédito.

En el caso de la oferta de vivienda, la variable más relevante es la tasa esperada de rentabilidad de los proyectos, que depende positivamente de los precios de la vivienda y negativamente de los costos de producción. En esta última variable se destaca el precio de la tierra, los salarios y los materiales de construcción.

Debido a restricciones de información, en este ejercicio se utilizaron las siguientes aproximaciones a las variables de demanda: el PIB y los salarios (ingresos), la tasa de interés activa promedio, población económicamente activa sobre población total (PEA/PT), la inflación de arriendos sobre la tasa de interés de depósitos a término fijo (como retorno relativo al costo de oportunidad) y el nivel de la cuenta financiera sobre PIB. Para la oferta se utilizó el índice de costos de construcción de vivienda.

A partir de esta información se estimó un panel para siete países: Colombia, los Estados Unidos, el Reino Unido, España, Irlanda, Australia y Finlandia con datos trimestrales entre el primer trimestre de 1987 y el tercero de 2011². En el período considerado Colombia experimentó una sobrevaloración en los precios de la vivienda en 1996, los Estados Unidos, el Reino Unido e Irlanda registraron burbujas en 2007, España en 1990 y 2007, y Finlandia en 1989. Por su parte, Australia no registró ningún episodio de burbuja.

El Cuadro R3.1 muestra las estadísticas descriptivas de los datos usados en la estimación. De acuerdo con estas, el mayor crecimiento promedio real anual en el precio de la vivienda lo registraron Irlanda y Australia, con tasas por encima del 4%, mientras que en los Estados Unidos y España la tasa estuvo por debajo del 1%. En cuanto al aumento de los salarios reales y el PIB, Irlanda fue el de mayor crecimiento en la muestra de tiempo considerada, los Estados Unidos fue el de menor incremento en los salarios, y el Reino Unido y Finlandia los de menor crecimiento del PIB. Colombia es el país que presentó la tasa de interés real más alta.

Para controlar la endogeneidad que puede existir entre el precio de la vivienda, el PIB y los costos de construcción,

* Este ejercicio hace parte de un documento de investigación en conjunto con Carlos Huertas y Sergio Olarte, próximo a publicarse.

** La autora es profesional especializada del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva, pues son de su entera responsabilidad.

1 Los primeros en introducir el concepto del acelerador financiero fueron Bernanke, Gertler y Gilchrist en 1989.

2 Para algunos países la fecha de inicio del panel es más reciente.

Cuadro R3.1
Estadísticas descriptivas

	Variación porcentual						Variación	
	Precio de la vivienda	PIB	Salarios	PEA	ICCV	Arriendos/ Tasa de los CDT	Flujos de capital	Tasa de interés activa
	Promedio							
Colombia	1,84	3,59	1,73	1,40	-0,03	0,78	0,06	11,61
Estados Unidos	0,54	2,58	-0,02	-0,21	-0,18	0,13	-0,01	4,35
Reino Unido	3,96	2,17	1,88	0,07	2,11	0,06	-0,01	2,93
España	0,93	2,68	0,92	1,51	-0,14	0,24	0,28	4,61
Irlanda	4,50	4,51	1,96	0,75	1,46	0,17	-0,16	3,63
Australia	4,35	3,33	1,46	0,48	-0,06	0,28	-0,13	6,65
Finlandia	3,41	2,17	1,92	-0,12	0,29	0,24	-0,12	4,35

Fuente: cálculos de la autora.

se instrumentaron estas últimas dos variables con rezagos. El Cuadro R3.2 muestra los resultados de la estimación panel con efectos fijos. Todas las variables tienen el signo correcto y, con excepción de arriendos/CDT y flujos de capital, los coeficientes estimados son estadísticamente significativos.

De acuerdo con las estimaciones, en tasas de crecimiento, un aumento de 1% en la del PIB genera un incremento de 1,59% en la del precio de la vivienda. Un aumento de 1%

en la de los salarios reales se traduce en un crecimiento de 0,12% en la del precio de la vivienda, en especial mediante un mayor ingreso disponible y más poder adquisitivo por parte de los hogares. Por su parte, un aumento de 1% en la tasa de crecimiento de la razón PEA/PT genera un incremento de 0,52% en la del precio. Un aumento de la tasa de interés de 1 pp, reduce la demanda por vivienda y, en consecuencia, disminuye su precio en 0,34%. Unas mayores entradas de flujos de capital y un mejor rendimiento por arriendos sobre una tasa de interés del costo de oportunidad

Cuadro R3.2
Resultados

Regresión de efectos fijos							
				Número de observaciones		629	
				Número de grupos		7	
R²		within	0.4832		Observaciones por grupo	Mínimo	76
		between	0.4653			Promedio	90
		overall	0.4770			Máximo	96
						F(7, 615)	82,26
				Prob > F		0,000	
Variación porcentual del precio de la vivienda		Coeficiente	Error estándar	t	P > t	[intervalo de confianza al 95%]	
(variación porcentual)	PIB	1,592	0,148	10,79	0,000	1,302	1,881
	ICCV	0,789	0,217	3,64	0,000	0,364	1,214
	Salarios	0,124	0,076	1,63	0,104	-0,025	0,274
	PEA	0,523	0,171	3,07	0,002	0,189	0,858
	Arriendos t-4	0,067	0,065	1,02	0,308	-0,062	0,195
Tasa de interés t-4		-0,339	0,094	-3,61	0,000	-0,524	-0,155
Variación de los flujos de capital t-2		0,064	0,102	0,62	0,532	-0,136	0,263
Constante		-1,207	0,683	-1,77	0,077	-2,546	0,133

Fuente: cálculos de la autora.

generan un efecto positivo sobre el precio, que no es estadísticamente significativo. En cuanto a la variable de oferta, un incremento de 1% en la tasa de crecimiento del índice de costos de construcción de vivienda genera un aumento de 0,79% en la del precio.

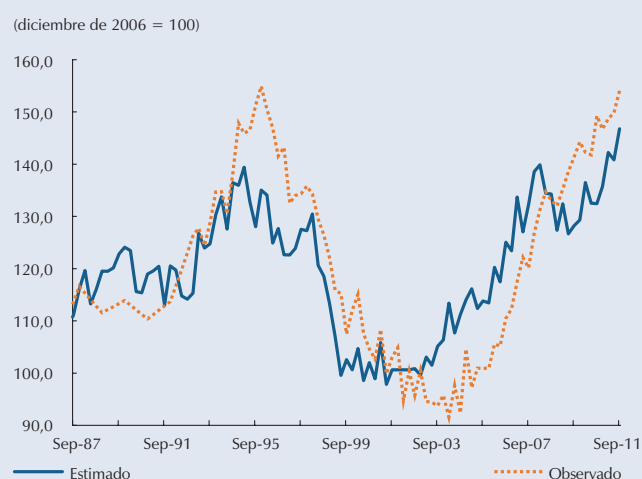
Para el caso de Colombia, de acuerdo con la estimación, hay períodos en los que existieron diferencias importantes entre los precios de la vivienda observados y los estimados (Gráfico R3.1). Previo a la crisis de finales de los años noventa el valor registrado de los precios se ubicó hasta 18% por encima de los estimados. Entre 2000 y 2007 las variables de oferta y demanda justificaban un nivel más alto en el precio de la vivienda. Posterior a 2008, como resultado de la crisis internacional, el PIB y los salarios se debilitaron y, en consecuencia, el índice de precios estimado se contrajo, mientras

que el observado conservó su ritmo de crecimiento. A partir de ese momento se creó una brecha positiva entre las dos series, que se ha estabilizado en niveles altos.

En los Estados Unidos la estimación indica que la caída de los precios de comienzos de la década de los años noventa se sustentó en una corrección de los niveles observados anteriormente. Luego, los precios cayeron por debajo de aquellos de equilibrio, y a partir de 1998 registraron una pendiente positiva mayor a la que sugerían los fundamentales (Gráfico R.3.2). En diciembre de 2005 se alcanzó una brecha de 23% entre los precios de la vivienda observados y los estimados. Dicha diferencia se corrigió en 2008 cuando los precios se ubicaron alrededor de la estimación. A partir de diciembre de 2010 los precios han estado por

Gráfico R3.1

A. Precio de la vivienda usada (IPVU) en Colombia



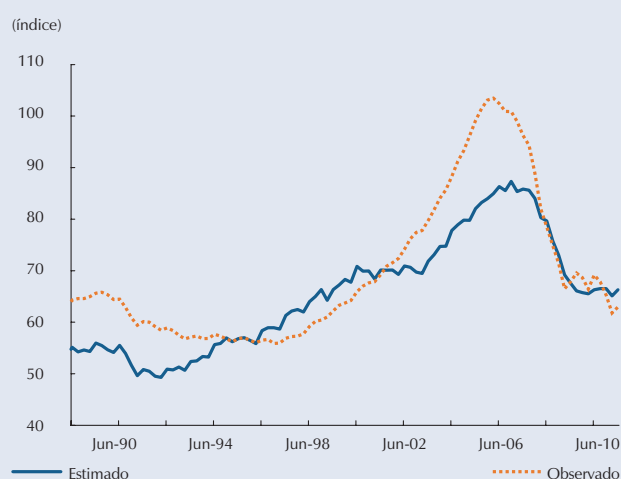
B. Brecha del precio de la vivienda en Colombia (diferencia entre el precio observado y el estimado)



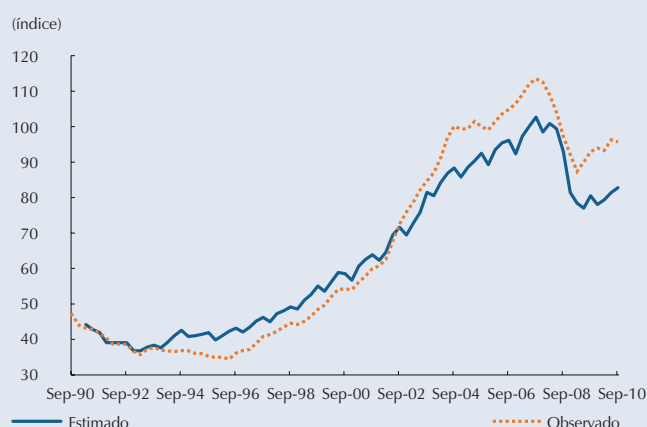
Fuente: cálculos de la autora.

Gráfico R3.2

A. Precio de la vivienda en los Estados Unidos



B. Precio de la vivienda en el Reino Unido



Fuente: cálculos de la autora.

debajo de aquellos que sugieren los fundamentales. En el Reino Unido, por su parte, en la década de los noventa el nivel de los precios se ubicó por debajo de la estimación de equilibrio. En los primeros años se observaron crecimientos negativos que no estaban sustentados en la evolución de los fundamentales de esta estimación. Dicho comportamiento se revirtió en 1997, cuando los precios registraron crecimientos positivos superiores a los de la estimación, hasta superarla en 2002. A partir de ese momento se creó una brecha positiva, que no ha desaparecido, incluso con la corrección observada recientemente.

En conclusión, los resultados señalan para Colombia que a partir de diciembre de 2008 se ha registrado una brecha positiva entre los precios observados y la estimación. A pesar de que los niveles de la brecha no alcanzan aquellos registrados previos a la crisis de los años noventa, la acumulación de brechas positivas por más de tres años hace necesario continuar con el monitoreo de esta variable.

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 2012 y 2013. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta mayo de 2012.

1. Proyecciones para 2012

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,9% frente a 4,8% estimado en el Informe sobre Inflación anterior. De la misma forma, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 5,1%.

Cuadro A1
Proyecciones para 2012

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	5,0	3,5	1.800	5,7	(2,0)	10,3
Anif ^{a/}	5,0	3,3	n.d.	6,3	(2,8)	9,9
Banco de Bogotá	5,2	3,2	1.770	5,5	(0,9)	10,2
Banco Santander ^{b/}	5,0	3,1	1.850	5,6	(2,0)	11,0
Bancolombia ^{a/}	4,9	3,4	1.719	4,6	(2,6)	9,4
BBVA Colombia	5,0	3,4	1.800	5,9	(2,9)	10,3
Corficolombiana ^{a/}	4,8	3,2	1.750	5,6	(2,8)	n.d.
Corredores Asociados	4,9	3,0	1.796	5,8	(1,8)	9,4
Correval	4,6	3,4	1.850	5,8	(1,5)	10,3
Davivienda ^{a/}	4,7	3,1	1.820	5,3	(2,6)	9,5
Fedesarrollo	5,2	3,0	n.d.	n.d.	n.d.	10,3
Ultrabursátiles	5,0	3,2	1.820	5,7	n.d.	9,8
Promedio	4,9	3,2	1.798	5,6	(2,2)	10,0
Analistas externos						
Citi ^{a/}	5,0	3,6	1.850	5,5	(3,0)	10,0
Deutsche Bank	5,5	3,6	1.750	n.d.	(1,8)	9,4
Goldman Sachs	4,7	3,5	1.750	n.d.	(2,2)	n.d.
JP Morgan	5,0	3,2	n.d.	5,3	(1,2)	n.d.
Promedio	5,1	3,5	1.783	5,4	(2,1)	9,7

n.d. no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde a la del GNC.

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2013

	Crecimiento del PIB real	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal
	(porcentaje)		fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,2	4,4	1.950
Anif	5,0	3,5	n.d.
Banco de Bogotá	5,0	3,0	1.745
Banco Santander	4,8	3,0	1.750
Bancolombia	4,8	3,2	1.780
BBVA Colombia	5,2	3,4	1.810
Corficolombiana	5,5	3,5	1.700
Corredores Asociados	5,2	3,4	1.750
Correval	5,5	3,3	1.850
Davivienda	5,0	3,5	n.d.
Fedesarrollo	4,9	3,0	n.d.
Ultrabursátiles	4,5	3,2	1.800
Promedio	5,0	3,4	1.793
Analistas externos			
Citi	4,5	3,4	1.836
Deutsche Bank	5,5	3,3	1.730
Goldman Sachs	5,1	3,0	1.850
JP Morgan	5,0	3,5	n.d.
Promedio	5,0	3,3	1.805

n.d. No disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 3,2% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 3,5% en promedio. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República para 2012 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de \$1.797 por dólar frente a \$1.822 estimado, en la encuesta aplicada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$1.783 para el cierre de año.

Para la DTF los analistas locales proyectan valores de promedio 5,6%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10%.

2. Proyecciones para 2013

Para 2013 tanto los analistas nacionales como los extranjeros esperan un crecimiento económico de 5,0% en promedio. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros proyectan una de 3,4% y 3,3%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de \$1.793 y \$1.805, en su orden.