



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Marzo de 2013

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Marzo de 2013*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 26 de abril de 2013.

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 JDDBR 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 JDDBR 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 JDDBR, 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 JDDBR 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 monetaria⁹

I.	Contexto externo y balanza de pagos	15
	A. Coyuntura internacional	15
	B. Balanza de pagos	24
	Recuadro 1: Endeudamiento en moneda extranjera de las empresas colombianas (2006-2012)	29
II.	Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	33
	A. El PIB en el cuarto trimestre de 2012 y en todo 2012	33
	B. Pronóstico de corto plazo para el PIB	39
III.	Desarrollos recientes de la inflación	46
	A. La inflación básica	48
	B. Inflación de alimentos	50
IV.	Pronósticos de mediano plazo	52
	A. Crecimiento económico	52
	B. Inflación	57
	Recuadro 2: Transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés bancarias	64
V.	Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	70
	A. Cuenta corriente	71
	B. Tasa de cambio real	71
	C. Endeudamiento financiero de las empresas y de los hogares	73
	D. Precios de la vivienda	76
	E. Índice de desbalances macroeconómicos (IDM)	77
	Recuadro 3: Importancia de Ecopetrol en la economía colombiana	80
	Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	83

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índices de confianza en la zona del euro	16
Gráfico 2	PIB real de los Estados Unidos	17
Gráfico 3	Variación anual del PIB de China	18
Gráfico 4	Variación anual de los índices de actividad real en algunos países de América Latina	18
Gráfico 5	Índices accionarios globales	19
Gráfico 6	Tasas de interés de los títulos de deuda pública a 10 años para algunos países europeos	19
Gráfico 7	Índice de tasa de cambio nominal para algunas economías de América Latina	20
Gráfico 8	Precio internacional del petróleo (Brent)	20
Gráfico 9	Índices de precios internacionales del carbón, del níquel y del café	21
Gráfico 10	Precios internacionales de los alimentos	21
Gráfico 11	Variación anual del PIB por grupos de países y proyecciones del FMI	24
Gráfico 12	Exportaciones totales	25
Gráfico 13	Importaciones FOB totales	25
Gráfico 14	Exportaciones industriales y otros	26
Gráfico 15	Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto	26
Gráfico 16	Importaciones de bienes (FOB)	27
Gráfico 17	Producto interno bruto	34
Gráfico 18	PIB de los sectores transable, transable sin minería y no transable	38
Gráfico 19	Muestra mensual del comercio al por menor	39
Gráfico 20	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	40
Gráfico 21	Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil desestacionalizado)	40
Gráfico 22	Tasa de desempleo (trimestre móvil enero-marzo)	40
Gráfico 23	A. Ocupados en el total nacional B. Ocupados en las 13 áreas	41 41
Gráfico 24	Empleo por tipo de ocupación	41
Gráfico 25	Tasas de interés reales de los hogares	42
Gráfico 26	Producción de crudo	42
Gráfico 27	Producción cafetera trimestral	43
Gráfico 28	Indicadores de pedidos y existencias de la industria	44
Gráfico 29	Imaco: indicador líder 5 meses del PIB	44
Gráfico 30	Inflación total al consumidor	46
Gráfico 31	IPP según procedencia de los bienes	47
Gráfico 32	Salarios nominales	48
Gráfico 33	Indicadores de inflación básica	48
Gráfico 34	IPC de regulados y sus componentes	49
Gráfico 35	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	50
Gráfico 36	IPC de no transables	50
Gráfico 37	IPC de alimentos	50
Gráfico 38	IPC de alimentos por grupos	51
Gráfico 39	<i>Fan chart</i> del crecimiento del PIB	56

Gráfico 40	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	56
Gráfico 41	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	57
Gráfico 42	Inflación observada y expectativas de inflación	58
Gráfico 43	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	59
Gráfico 44	Expectativas de inflación derivadas de los TES	59
Gráfico 45	<i>Fan chart</i> de la inflación total	61
Gráfico 46	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	61
Gráfico 47	Cuenta corriente sectorial	71
Gráfico 48	A. Balanza comercial	72
	B. Renta factorial	72
	C. Transferencias	72
Gráfico 49	Posición de la inversión internacional (PII)	72
Gráfico 50	A. Tasa de cambio real	72
	B. Variación anual	72
Gráfico 51	Endeudamiento/PIB	73
Gráfico 52	Endeudamiento de los hogares y las empresas	73
Gráfico 53	Endeudamiento/PIB	73
Gráfico 54	Composición del crédito de los hogares	74
Gráfico 55	Endeudamiento sobre ingreso disponible de los hogares	74
Gráfico 56	Carga financiera de los hogares	74
Gráfico 57	Participación del endeudamiento de las empresas	75
Gráfico 58	Endeudamiento real de las empresas	75
Gráfico 59	A. Precios de la vivienda relativos al IPC	76
	B. Variación anual de los precios de la vivienda relativos al IPC	76
Gráfico 60	Ingreso disponible de los hogares	76
Gráfico 61	Tasa de interés hipotecaria real	77
Gráfico 62	Brecha de la cuenta corriente	78
Gráfico 63	Brecha de la tasa de cambio real	78
Gráfico 64	Brecha de crédito	78
Gráfico 65	Brecha del precio de la vivienda	78
Gráfico 66	Índice de desbalance macroeconómico (IDM) y crecimiento del PIB	79

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	22
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	23
Cuadro 3	Proyección de la balanza de pagos de Colombia	28
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	35
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	37
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	49

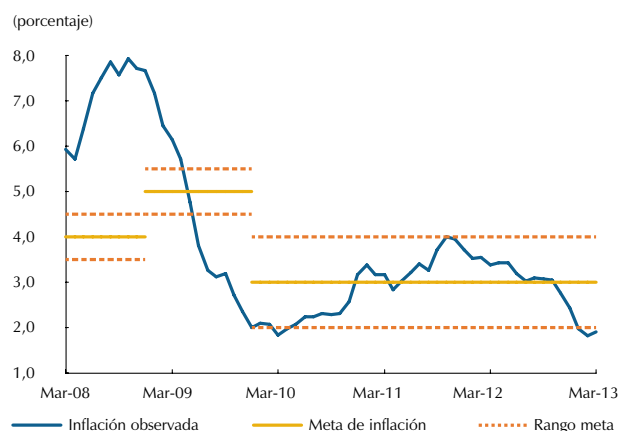
EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En marzo de 2013 la inflación anual al consumidor fue 1,91%, cifra inferior en 53 pb a la observada el diciembre pasado y por debajo del rango meta establecido para 2013 ($3\% \pm 1$ pp) (Gráfico A). El descenso continuo de la inflación, que completó nueve meses en febrero, se vio interrumpido en marzo, hecho explicado principalmente por el cambio en el comportamiento de los precios en los grupos de alimentos y transables durante este último mes.

Más de la mitad de la desaceleración de la inflación durante los primeros tres meses de 2013 se explicó por el menor ritmo de aumento en los precios de los alimentos. No obstante, con la variación anual de este grupo a marzo (1,4%) se detuvo su tendencia decreciente observada desde finales de 2011. La buena oferta de productos perecederos, así como una mayor transmisión de las menores cotizaciones internacionales a los precios de los alimentos importados, explicaron gran parte de la desaceleración registrada en este grupo. La reforma tributaria, que redujo los impuestos indirectos para las comidas fuera del hogar, fue otro factor que contribuyó a dicho comportamiento. Tal reforma, que también afectó los precios de otros productos de la canasta familiar y que tuvo su mayor impacto sobre el nivel de precios de enero, tendrá un efecto transitorio sobre la variación anual de los precios.

El índice de precios al consumidor (IPC) del grupo de los regulados mostró un descenso importante en su variación anual, al pasar de 1,9% en diciembre a 0,2% en marzo. Las reducciones en las cotizaciones internacionales del petróleo, que se transmitieron a los precios internos de los combustibles, además de los menores ajustes en las tarifas de los servicios públicos, explican la desaceleración en este grupo.

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

La variación anual del IPC sin alimentos y el resto de medidas de inflación básica que calcula el Banco descendieron, y su promedio pasó de 2,8% en diciembre a 2,5% en marzo. El mayor descenso se observó en enero, mientras que en los otros dos meses se mantuvo relativamente estable y por debajo del rango meta de inflación.

Dentro del IPC sin alimentos ni regulados, la variación anual de los transables en marzo fue 1,1%, cifra superior en 36 pb frente al registro de diciembre. En este grupo la depreciación nominal del peso en lo corrido del año habría empezado a transmitirse a los precios finales. Los no transables se mantuvieron relativamente estables en el trimestre respecto a lo

observado a finales de 2012; en marzo el aumento anual de estos precios fue de 3,9%. Los arriendos, que son el componente más importante de este último rubro, no han mostrado cambios significativos desde finales del año pasado, con un aumento promedio de 3,8% anual en el trimestre.

Las anteriores tendencias de los precios al consumidor, junto con las escasas presiones inflacionarias originadas en la demanda y en los costos salariales, contribuyeron a reducir las expectativas de inflación a todos los plazos. Tanto la encuesta aplicada a los analistas económicos, como los cálculos realizados con los títulos de deuda pública, sugieren unas expectativas de inflación inferiores a la meta de largo plazo (3%).

El equipo técnico disminuyó los pronósticos de inflación para 2013, con una senda central creciente, pero inferior a 3%. En estas proyecciones el IPC de alimentos y de regulados aumentaría en los próximos trimestres. Los no transables sin alimentos ni regulados enfrentarían bajas presiones de demanda, junto con unos precios indexados que se ajustarían con la inflación registrada el año pasado. La variación anual de los precios de bienes transables no registraría cambios importantes.

Con respecto a la actividad real, en el cuarto trimestre de 2012 la economía colombiana creció 3,1% anual, registro mejor al observado en el tercer trimestre (2,7%). Esta aceleración se explicó en especial por un mejor desempeño del consumo final del Gobierno y por una recuperación de la inversión en construcción de edificaciones. El incremento del consumo de los hogares (4,0%) fue afín con lo pronosticado, y las exportaciones e importaciones disminuyeron su dinámica de manera importante. Para todo 2012 la expansión del PIB fue de 4%, cifra que refleja la desaceleración de la demanda interna durante el segundo semestre del año.

Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2013 sugieren que la actividad económica se habría desacelerado frente a lo observado a finales del año pasado. El consumo de los hogares habría crecido a una tasa menor que la del cuarto trimestre de 2012, como se puede inferir de la desaceleración de las ventas del comercio (febrero), del descenso del índice de confianza del consumidor (marzo) y del menor crecimiento de la cartera de consumo (marzo). Las cifras de exportaciones en dólares sugieren que la desaceleración en las ventas externas habría continuado en el primer trimestre del año, en parte por choques transitorios de oferta. La incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión continúa siendo elevada, especialmente la de obras civiles.

En la misma dirección apuntan los indicadores disponibles para la industria, que siguen mostrando un deterioro del sector y de sus expectativas. Por otro lado, algunas cifras asociadas con el comercio y la construcción también sugieren desaceleraciones en estas ramas. Asimismo, se espera una reducción en la producción de carbón, debido a choques de oferta en febrero y marzo. Para el total de la actividad minera, sin embargo, el aumento de la producción de petróleo debería compensar en parte el anterior efecto negativo.

Otro factor para tener en cuenta en la estimación del crecimiento del primer trimestre, son los menores días hábiles que hubo frente al mismo período de 2012,

por cuenta de la Semana Santa y por un mes de febrero con un día menos. En el pasado esta circunstancia ha afectado de manera significativa los resultados de crecimiento económico del primer trimestre.

En cuanto al contexto internacional, diversos indicadores sobre la producción industrial, el consumo, el empleo, y el crédito sugieren que la actividad económica global durante el primer trimestre de 2013 continuó registrando un bajo dinamismo. El escaso ritmo de expansión de la economía mundial obedece al débil crecimiento de la actividad económica de los países desarrollados, lo que se refleja en elevados niveles de desempleo y en dudas crecientes sobre la sostenibilidad fiscal en varias de estas economías.

La zona del euro continúa siendo la región menos dinámica. Las cifras sobre el desempeño de su actividad real indican una nueva contracción de su producto interno bruto (PIB) en el primer trimestre de 2013. En los Estados Unidos las noticias son un poco más favorables. El crecimiento del PIB para el primer trimestre de este año alcanzó una tasa anualizada de 2,5%, mayor que la expansión observada en el último trimestre de 2012 (0,4%). Sin embargo, algunas cifras para marzo y abril empezaron a mostrar un debilitamiento de la demanda local.

Las economías emergentes mantienen un dinamismo favorable, aunque en algunas de ellas se han dado síntomas de desaceleración, como resultado del debilitamiento de la demanda mundial y su efecto negativo sobre los precios de los productos básicos.

Durante el primer trimestre del año el crecimiento de China se desaceleró y su resultado fue inferior al esperado por los analistas. Como consecuencia, se ha dado una reducción de las compras externas de materias primas y de bienes básicos por parte de China. Esta tendencia, que se observa desde finales de 2010, afecta el desempeño de la mayoría de las economías emergentes que habían encontrado en ese país un mercado importante para sus productos.

En América Latina las economías de Chile, México y Perú han seguido expandiéndose a un ritmo favorable, aunque han empezado a mostrar algunas señales de debilitamiento, en especial las dos primeras. En Brasil la industria frenó su ritmo de recuperación en febrero; a pesar de ello, se espera que para todo 2013 el crecimiento de su economía sea superior al observado en 2012 (0,9%). Otras economías de la región, como Venezuela y Ecuador, estarían desacelerándose frente al año pasado.

La debilidad económica mundial ha generado caídas en las cotizaciones del petróleo. Los precios de otros bienes que exporta Colombia, como el carbón, el níquel y el café, se encuentran por debajo del promedio de 2012. De esta forma, es probable que el nivel de los términos de intercambio para 2013 sea inferior al de 2012.

Las menores cotizaciones internacionales de los bienes básicos, en especial las de los energéticos, han disminuido las presiones inflacionarias en la economía mundial y sugieren pocos riesgos en este frente en el corto plazo. Esto, unido a la debilidad esperada del crecimiento mundial, indica que la política monetaria en las economías

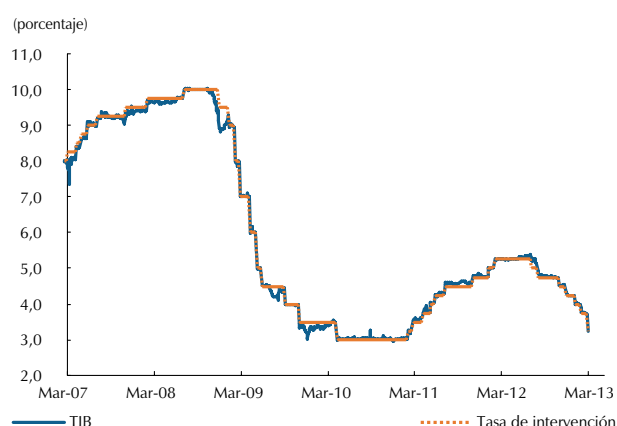
desarrolladas y en algunas emergentes continuaría siendo expansiva. Adicionalmente, el Banco Central de Japón anunció una política de relajación cuantitativa importante, que implicaría duplicar su base monetaria en los siguientes dos años.

Así, se proyecta una demanda externa un poco más débil en 2013 frente a lo observado en 2012. De esta forma, es probable que el gasto agregado de Colombia tenga un impulso externo menor, como consecuencia de unos términos de intercambio inferiores y de un crecimiento promedio de los socios comerciales más débil.

Contemplando 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 2,0% y 3,5%. Para todo 2013 se proyecta un crecimiento entre el 3,0% y el 5,0%, con un 4,3% como cifra más probable. La incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión en Colombia y sobre el tamaño y duración de la recesión que podría registrarse en la zona del euro, al igual que los efectos del ajuste fiscal en los Estados Unidos, explican en gran medida la amplitud de los intervalos de pronóstico.

De acuerdo con la evaluación del balance de estos riesgos, la Junta Directiva (JDBR) decidió reducir la tasa de interés de referencia, desde 4% en enero de 2013 a 3,25% en marzo (Gráfico B). Asimismo, la JDBR decidió continuar con el proceso de acumulación de reservas internacionales, pero a un ritmo diario significativamente mayor que antes, en un entorno en el cual la probabilidad de desalineamiento cambiario es mayor que en el pasado y la postura de la política monetaria es expansiva.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
(2007-2013)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 27 de marzo de 2013.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

A marzo las reducciones en la tasa de interés de política se han transmitido a las tasas nominales de interés de mercado. Las de créditos de consumo, preferencial y microcrédito reaccionaron en magnitud similar o mayor que la tasa del Banco, mientras que las de créditos comerciales ordinarios, hipotecarias y tarjetas de crédito lo hicieron de forma más lenta. Sin embargo, en semanas recientes se ha observado una reducción importante en las tasas de interés del crédito hipotecario. En términos reales las tasas han disminuido menos debido al fuerte descenso de la inflación y sus expectativas.

Cabe esperar que el crecimiento económico aumente a lo largo del año y que la inflación converja a la meta de largo plazo (3%). Ello en la medida en que el gasto agregado reaccione a las acciones previas de la política monetaria y a los programas de inversión y gasto anunciados recientemente por el Gobierno nacional.

José Darío Uribe
Gerente General

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Juan Sebastián Amador

Óscar Iván Ávila

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Joan Granados

Daniel Parra

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Rocío Betancourt (jefa de sección), Carolina Arteaga, Luis Hernán Calderón, Celina Gaitán, y Jhon Edwar Torres, 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, Ángelo Gutiérrez, y Santiago Téllez del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López, investigador principal de la Unidad de Investigaciones.

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

El crecimiento económico de 2012 para los principales socios comerciales de Colombia fue afín con lo esperado en el Informe sobre Inflación de diciembre.

Durante el primer trimestre de 2013 la actividad económica global siguió expandiéndose a un ritmo moderado, apoyada en el dinamismo favorable de las economías emergentes y en menor medida por el comportamiento de las desarrolladas.

En este contexto, el promedio de los pronósticos de crecimiento para los socios comerciales fue revisado a la baja frente a lo estimado hace tres meses.

Los precios internacionales de los principales productos de exportación de Colombia para 2013 se mantendrían por debajo del promedio observado en 2012.

A. COYUNTURA INTERNACIONAL

1. Actividad real

El crecimiento económico de 2012 para los principales socios comerciales de Colombia fue afín con lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre. Aunque algunas cifras, como las de la zona del euro y Brasil, estuvieron por debajo de lo estimado, estas fueron compensadas por el mayor dinamismo de otros países, principalmente de Latinoamérica. En este contexto, economías como Chile, Perú y México evidenciaron una expansión de su PIB cercana o superior a la de su promedio de las últimas décadas. Lo anterior, debido al fuerte dinamismo de la demanda interna que contrarrestó la debilidad de las exportaciones. Por su parte, países como Ecuador y Venezuela se expandieron aceleradamente gracias al impulso del gasto público.

El problema más serio que sigue enfrentando la economía global es la recesión económica en Europa.

El problema más serio que siguió enfrentando la economía mundial fue el retroceso económico en Europa. El crecimiento en 2012 de la zona del euro fue de -0,5%, cifra que representa un deterioro marcado con respecto a 2011, cuando la

En el primer trimestre de 2013 la economía de la zona del euro se contrajo nuevamente.

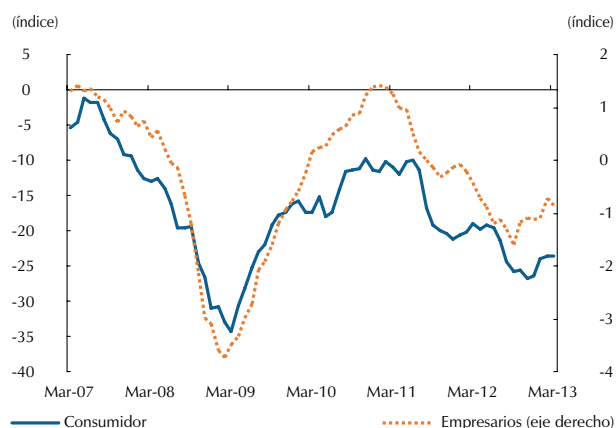
economía se expandió 1,2%. La contracción se acentuó en el último trimestre del año, evidenciando el frágil panorama de la región y la mayor transmisión de la crisis de la periferia a otros países, como Alemania y Francia.

Para el caso de los Estados Unidos la producción se desaceleró fuertemente (de 3,1% en septiembre a 0,4% en diciembre trimestre anualizado [t. a.]) en el cuarto trimestre debido a la disminución en el gasto público y a la caída en las exportaciones. Por su parte, el consumo de los hogares continuó expandiéndose a un ritmo modesto, mientras que la inversión fue la de mayor aumento. Así las cosas, la economía de los Estados Unidos creció 2,2% en el año completo, cifra que representa una ligera aceleración con respecto a 2011, cuando lo hizo 1,81%.

Durante el primer trimestre de 2013 la actividad económica global siguió expandiéndose a un ritmo moderado, apoyada en el dinamismo favorable de las economías emergentes y en menor medida por el comportamiento de algunas desarrolladas. En los últimos meses se evidenció un nuevo desalineamiento en este último grupo de países, puesto que los indicadores económicos de la zona del euro se debilitaron de nuevo, mientras que los de los Estados Unidos continuaron creciendo, aunque a un ritmo modesto. Para el caso de los países emergentes la expansión de la actividad real se habría mantenido. Vale la pena notar que el comercio global siguió afectado por la débil demanda europea.

Las cifras sobre actividad real para la zona del euro muestran que la economía de la región se contrajo de nuevo en el primer trimestre de 2013. La confianza de empresarios y consumidores, que había dejado de deteriorarse tras las medidas anunciadas por el Banco Central Europeo (BCE) en 2012, volvió a debilitarse en los primeros meses del año debido al incremento en la incertidumbre política y a las bajas perspectivas de recuperación en el corto plazo (Gráfico 1). De igual manera, los indicadores de actividad de los sectores de manufacturas y servicios acentuaron su caída, mientras que la industria y las ventas al por menor mantuvieron su contracción en términos anuales.

Gráfico 1
Índices de confianza en la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

Es importante resaltar que las autoridades europeas han relajado las condiciones de ajuste fiscal para 2013, por lo que su efecto contractivo (por menor gasto de los gobiernos y las mayores tasas impositivas) podría reducirse frente a lo previsto hace unos meses. De otra parte, pese a las menores presiones en los mercados de deuda pública de los países de la periferia, el canal del crédito siguió interrumpido, debido a que los bancos comerciales continuaron renuentes a otorgar préstamos, por unas perspectivas de crecimiento poco favorables. De igual forma, la demanda por crédito se mantuvo deprimida, dada la baja capacidad de pago de los hogares generada por el deterioro en los mercados de trabajo. Sin embargo, en los últimos meses la fragmentación financiera no se profundizó.

En los Estados Unidos el dinamismo del sector privado estaría compensando parcialmente los efectos del ajuste fiscal.

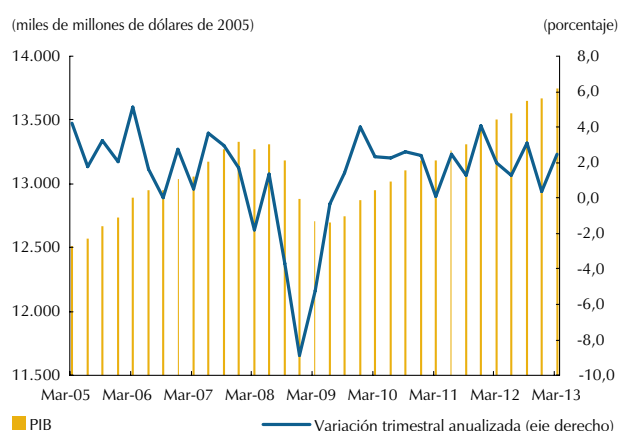
El débil panorama económico siguió afectando los mercados laborales de la región, en especial los de las economías de la periferia. De igual manera, algunos países que parecían resistentes a la recesión, han empezado a ser afectados en mayor medida por la caída de la demanda de sus pares. Lo anterior es en particular evidente en Francia, donde se acentuó el debilitamiento de los indicadores de actividad real. En el caso de Alemania aquellos son algo más favorables, pero también se están afectando por la crisis de la región.

En un entorno de debilidad macroeconómica y de amplia incertidumbre sobre la recuperación futura, las condiciones impuestas al rescate financiero de Chipre, que implicaron un aporte de los ahorradores del país, generaron descontento en la región. Pese a ello, el respaldo latente del BCE fue suficiente para evitar un deterioro en las condiciones financieras de otras economías de la zona del euro.

Por su parte, en los Estados Unidos las noticias son un poco más favorables, en tanto el dinamismo del sector privado estaría compensando de manera parcial los efectos contractivos del mayor ajuste fiscal. Así las cosas, el consumo de los hogares y los sectores de manufacturas y servicios siguieron expandiéndose en los primeros meses del año. De igual forma, aunque todavía en niveles relativamente bajos, la recuperación en el mercado de vivienda se mantuvo, tanto en precios como en cantidades.

En este contexto, el crecimiento del primer trimestre del año fue 2,5% t.a. (Gráfico 2), cifra que representa una aceleración con respecto al cuarto trimestre de 2012, cuando la economía se expandió 0,4% t.a. El mayor crecimiento económico es consecuencia de la expansión favorable del consumo a los hogares y de la inversión privadas, rubros que se expandieron 3,2% t.a. y 12,2% t.a., respectivamente. El aumento de este último agregado responde al mayor gasto en inventarios y en inversión residencial. Por su parte, las exportaciones e importaciones se expandieron, 2,9% t.a. y 5,4% t.a., respectivamente. Al igual que en trimestres anteriores, el gasto del Gobierno se contrajo, esta vez 4,1% t.a.

Gráfico 2
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Algunas cifras para marzo y abril empezaron a mostrar signos de debilitamiento de la demanda interna, lo que estaría asociado con los efectos del ajuste fiscal y con la frágil situación internacional. Teniendo en cuenta que los recortes fiscales son más fuertes en el segundo y tercer trimestres del año, cabe esperar que en estos meses el crecimiento se desacelere.

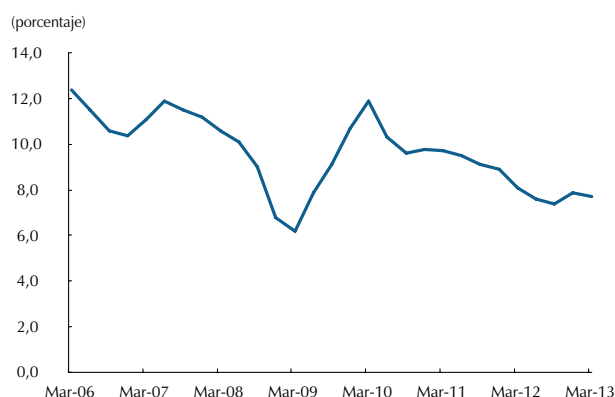
En relación con el mercado laboral, la tasa de desempleo siguió reduciéndose lentamente en los últimos meses; sin embargo, el ritmo de creación de empleo se desaceleró. En este sentido, el menor desempleo estaría asociado, en parte, con la caída de la tasa de participación; situación que se explicaría por la salida del mercado laboral de trabajadores desalentados, que completan varios meses desempleados y cuyas

perspectivas de conseguir empleo son bajas, en parte, por la amplia duración de su desempleo. De igual forma, algunos analistas resaltan que la caída en la tasa de participación está vinculada con la jubilación temprana de varios grupos de personas.

Por el lado de las economías emergentes, el crecimiento de China durante el primer trimestre del año fue inferior al esperado por los analistas y evidenció una desaceleración frente al cuarto trimestre de 2012 (Gráfico 3), pese a ello, la expansión de su producto interno bruto (PIB) fue superior a la meta anunciada por el gobierno, y aún no representa una desaceleración que amenace la recuperación global.

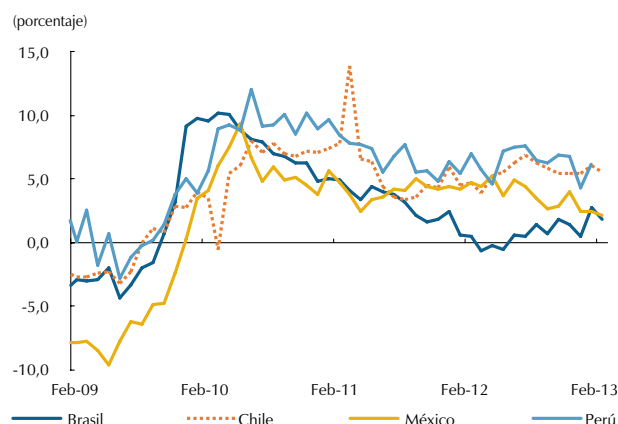
La menor expansión de la economía china estuvo relacionada con factores internos y externos, lo cual se reflejó en la industria, las ventas al por menor y las exportaciones, agregados que se desaceleraron en la primera parte del año. En cuanto a esta última variable, las ventas externas a la zona del euro llevan varios meses cayendo en términos anuales.

Gráfico 3
Variación anual del PIB de China



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4
Variación anual de los índices de actividad real en algunos países de América Latina



Fuente: Datastream.

En relación con otras economías emergentes de Asia, los indicadores de actividad real son menos claros. Si bien se ha observado alguna recuperación en índices de sentimiento empresarial de los sectores de manufacturas y servicios, en varios países las exportaciones permanecen débiles.

Para el caso de América Latina, las economías de Chile, México y Perú siguieron expandiéndose a un ritmo favorable, aunque se empezaron a observar algunas señales de debilitamiento, especialmente en México (Gráfico 4). En esta última economía, pese a la desaceleración de los últimos meses, los inversionistas han interpretado de manera positiva las medidas implementadas por el nuevo gobierno, situación que podría influir sobre su crecimiento potencial en los próximos años.

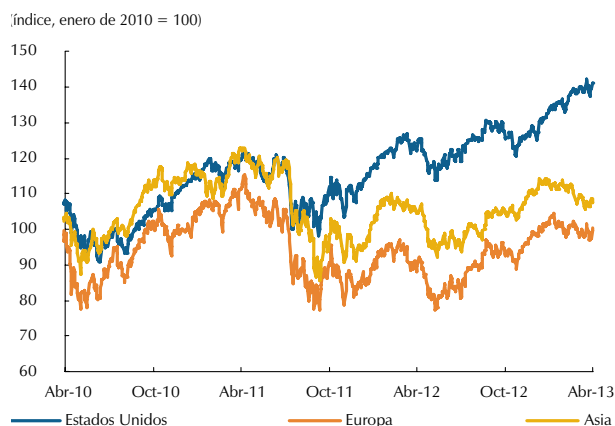
En Brasil los signos positivos que se observaban en la industria no permanecieron en febrero. Con el fin de continuar con el estímulo económico, el gobierno anunció nuevos recortes impositivos. Otras economías de la región, como Venezuela y Ecuador, estarían desacelerándose frente al año anterior, dado un menor impulso fiscal.

2. Mercados financieros

Durante el primer trimestre del año las cifras sobre el comportamiento de la economía global y algunos eventos políticos afectaron el dinamismo de los mercados financieros mundiales. Al igual que en años anteriores,

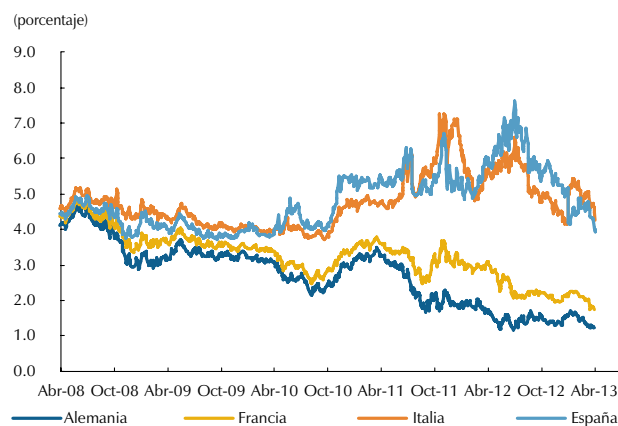
las primeras semanas del año estuvieron enmarcadas por un mayor optimismo de los inversionistas, quienes interpretaron nuevamente que la economía podría acelerar su recuperación. Sin embargo, en la medida en que las cifras de actividad real mostraron que el crecimiento global continuaba siendo mediocre, dicho optimismo se diluyó y generó algunos retrocesos en los índices accionarios y en los precios internacionales de los bienes básicos. A lo anterior se le sumaron los resultados inconclusos de las elecciones parlamentarias en Italia y el rescate financiero de Chipre, hechos que incrementaron la incertidumbre global y generaron caídas en algunos de los principales índices bursátiles, principalmente europeos (Gráfico 5).

Gráfico 5
Índices accionarios globales



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6
Tasas de interés de los títulos de deuda pública a 10 años para algunos países europeos



Fuente: Bloomberg.

Pese a ello, la volatilidad en los mercados financieros globales no aumentó de manera significativa y se mantuvo en niveles relativamente bajos, indicando que los anuncios efectuados el año pasado por el BCE y demás autoridades económicas siguen brindando calma a los mercados financieros de la región. De hecho, los costos de la deuda pública de Italia y España continuaron descendiendo (Gráfico 6).

Es importante resaltar que, similar a la actividad económica, los índices bursátiles de los Estados Unidos y de la zona del euro han evidenciado un distanciamiento en los últimos meses. Así, mientras en la economía estadounidense se han registrado nuevos máximos históricos, en la zona del euro se ha observado una tendencia decreciente durante varias semanas. Este hecho evidencia que los inversionistas están viendo mejores fundamentales de crecimiento en la economía de los Estados Unidos que en la de la zona del euro, esto, pese al mayor ajuste fiscal que se estaría implementando en la primera.

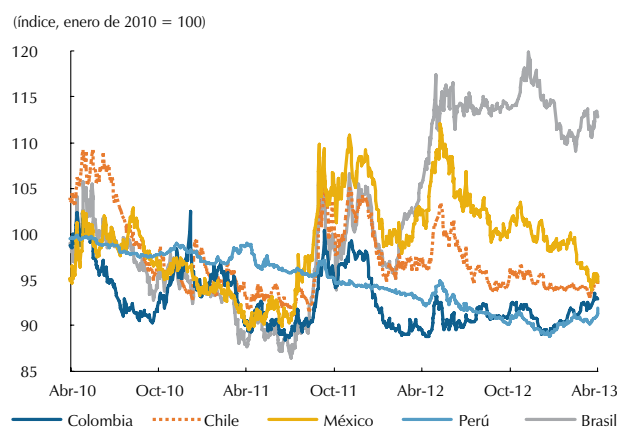
Recientemente, un crecimiento de China inferior al esperado por los analistas incrementó la incertidumbre sobre la recuperación de la economía global y generó nuevas caídas en los índices accionarios y en los precios internacionales de algunos bienes básicos. De otra parte, vale la pena resaltar el efecto sobre los mercados financieros que han tenido los anuncios del Banco Central de Japón, que implican un crecimiento significativo de su base monetaria en los próximos trimestres. El principal objetivo de esta política es revitalizar la economía, que lleva varios años estancada, al igual que sentar las bases para una mayor inflación en los próximos años¹. Tras el anuncio se acentuó la

¹ En términos prácticos, la expansión implicaría una duplicación de la base monetaria en los siguientes dos años, la cual pasaría de cerca del 30% del PIB en la actualidad a más del 60% en 2015.

depreciación del yen frente a otras monedas de países avanzados, como el dólar de los Estados Unidos y el euro; de igual manera, las monedas de algunas economías emergentes se apreciaron, ante la expectativa de mayores flujos de capital.

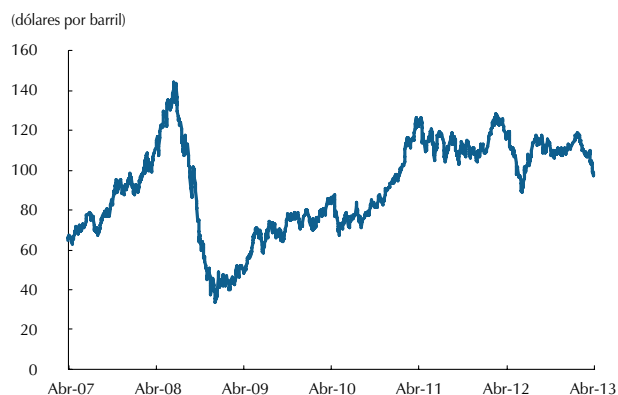
Por último, en relación con las economías de América Latina, desde finales de 2012 se ha observado un distanciamiento de la prima de riesgo de Brasil, con respecto a las demás economías de la región, que estaría asociado con el debilitamiento de su economía. A pesar de esto, la percepción de riesgo de la región, incluyendo a Brasil, permanece en niveles relativamente bajos, con algunos sobresaltos asociados con la mayor incertidumbre global. En este contexto las monedas de los países de la región, en relación con el dólar estadounidense, no han presentado una tendencia definida en lo corrido del año; sin embargo, las mejores perspectivas económicas en México han acentuado el fortalecimiento de su moneda. Para los casos de Colombia y Perú, la intervención en el mercado cambiario ha permitido un leve debilitamiento frente a diciembre de 2012 (Gráfico 7).

Gráfico 7
Índice de tasa de cambio nominal para algunas economías de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8
Precio internacional del petróleo (Brent)



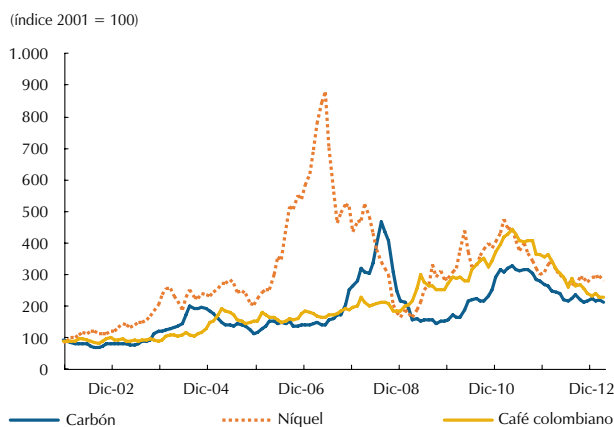
Fuente: Datastream.

3. Precios de productos básicos, inflación y política monetaria

En relación con los precios internacionales de los bienes básicos, el optimismo de principios del año, junto con algunas noticias favorables de China, generó fuertes alzas en los precios internacionales del crudo; sin embargo, en la medida en que se confirmó el crecimiento modesto de la economía global, dichas alzas empezaron a revertirse. Al igual que con los mercados financieros, la menor expansión del primer trimestre de la economía china generó caídas en las cotizaciones del petróleo durante las primeras semanas de abril (Gráfico 8). En términos generales, las condiciones de oferta se mantienen favorables y no se ha presentado un incremento en las tensiones geopolíticas, que presione nuevamente los precios al alza.

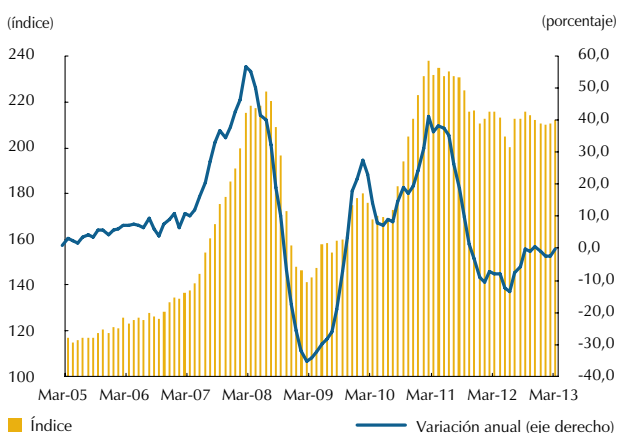
Para el caso de otros bienes exportados por Colombia, como el carbón, el níquel y el café, los precios se encuentran por debajo del promedio de 2012; sin embargo, sus caídas no se han agudizado en los primeros meses del año (Gráfico 9). Por otro lado, durante los últimos meses el comportamiento de los precios de los alimentos no estaría representando un incremento de las presiones inflacionarias, principalmente en las economías emergentes. Esta situación se mantendría si no se presentan fenómenos climáticos adversos, como los de mediados de 2012 (Gráfico 10).

Gráfico 9
Índices de precios internacionales del carbón, del níquel y del café



Fuentes: Bloomberg y Banco Mundial.

Gráfico 10
Precios internacionales de los alimentos



Fuente: Food and Agriculture Organization (FAO)

Las cotizaciones internacionales de los bienes básicos, en especial las de los energéticos, han permitido cierta estabilidad en la inflación de las principales economías avanzadas, por lo que no representan un riesgo en el corto plazo para la política monetaria expansiva implementada por los bancos centrales de estos países, incluyendo las recientes medidas anunciadas por el Banco Central de Japón.

Para el caso de las economías emergentes, el panorama es menos homogéneo, en tanto algunas economías como Brasil e India continúan evidenciando presiones inflacionarias; mientras que en países como Chile, Colombia y Perú la inflación se mantiene por debajo del rango inferior de su meta para 2013. En este contexto, el banco central de Brasil incrementó recientemente su tasa de interés de política, mientras que otras economías de la región las mantuvieron inalteradas, como en Chile y Perú, o las redujeron, como en México y Colombia.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

En términos generales la actividad económica global ha evolucionado de una forma menos favorable que la esperada en el escenario central del *Informe sobre Inflación* de diciembre; sin embargo, con respecto a los riesgos que se habían contemplado para el escenario bajo, estos no se han materializado del todo. Así las cosas, en este nuevo informe se prevé que el PIB

de los principales socios comerciales de Colombia continúe expandiéndose a un ritmo modesto, pero algo inferior al registrado en 2012 (Cuadro 1).

Aunque la debilidad de la zona del euro continúa siendo un riesgo no despreciable a la baja para la actividad global, la exposición de las demás economías del mundo a esta región se ha reducido en los últimos trimestres. Además, las autoridades europeas han creado salvaguardas que alejan la posibilidad de un desenlace catastrófico en la región. Lo anterior hace que los escenarios de crecimiento para los principales socios comerciales de Colombia que se describen a continuación no hagan especial énfasis en la crisis europea, sino en la situación de otros países.

En los Estados Unidos el ajuste fiscal estaría siendo mayor que el esperado hace tres meses; sin embargo, esta situación sería compensada de manera parcial por un mayor dinamismo del sector privado. Debido a esto, en el escenario central el crecimiento se mantuvo inalterado con respecto a la estimación de hace tres meses

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

a/ Pronósticos del FMI (abril de 2013).
Fuente: cálculos del Banco de la República.

(1,8%). Para 2014 se espera que los mejores fundamentales de la economía (desapalancamiento del sector privado) permitan una aceleración en el PIB de 2,5%.

Para la zona del euro la información observada para el primer trimestre, junto con la baja transmisión de la mejora en las condiciones financieras sobre la actividad real, sugiere que la recesión estaría siendo más prolongada que lo esperado en el *Informe sobre Inflación* anterior. Esta situación motivó una revisión a la baja para el crecimiento de 2013, el cual sería de -0,5%. Ello es consistente con una leve mejora de la actividad real hacia finales del año y con un avance continuo en los temas de integración financiera.

Para el caso de las economías emergentes, en el escenario central se estima una aceleración en el crecimiento de Brasil, país que estaría respondiendo a las medidas de estímulo implementadas desde el año anterior. Otras economías de la región, como Chile, Perú y México, crecerían a un ritmo favorable, pero un poco inferior al de 2012. Finalmente, países como Venezuela y Ecuador verían una desaceleración en la expansión de su PIB debido al menor impulso del gasto público y por los menores precios internacionales del petróleo.

En este contexto, el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2013 sería de 2,7%, cifra que representa una desaceleración con respecto a 2012, cuando se expandieron 3,3%. En 2014 el mayor crecimiento de los países

Aunque la debilidad europea sigue representando riesgo a la baja sobre el crecimiento mundial, la exposición de las demás economías hacia esta región se ha reducido.

Se espera una reducción moderada de los términos de intercambio del país para 2013.

avanzados y la expansión favorable de los emergentes llevarían a un incremento del 2,9% en el PIB de los socios de Colombia.

El balance de riesgos del escenario central continúa siendo a la baja y estaría asociado con un incremento en la incertidumbre fiscal en los Estados Unidos, al igual que con un mayor efecto de los recortes fiscales sobre el crecimiento. De forma similar, una mayor transmisión de la crisis de la periferia a las economías fuertes de Europa, como Alemania y Francia, o un incremento en las tensiones políticas de la región podrían mover el escenario central a uno más pesimista. En esta situación, el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia sería de 1,8% en 2013 y de 1,7% en 2014.

En relación con los precios internacionales, las proyecciones se mantuvieron prácticamente inalteradas con respecto a la estimación anterior, no obstante la alta volatilidad que experimentaron durante este período, especialmente en el caso del petróleo (Cuadro 2). La debilidad en la demanda global y las condiciones favorables de oferta para este año estaría explicando las menores cotizaciones internacionales frente a 2012. Pese a la reducción en los precios de los bienes exportados, los términos de intercambio no caerían tanto debido a las menores presiones por el lado de los bienes importados.

Para 2014 nuevamente se espera una caída en los precios internacionales del petróleo, debido a la menor brecha que se presentaría entre las cotizaciones para las referencias Brent y WTI. Los menores precios del crudo tendrían un impacto sobre las cotizaciones de otros energéticos, como el carbón. Para el caso del níquel y del café se esperan algunos repuntes.

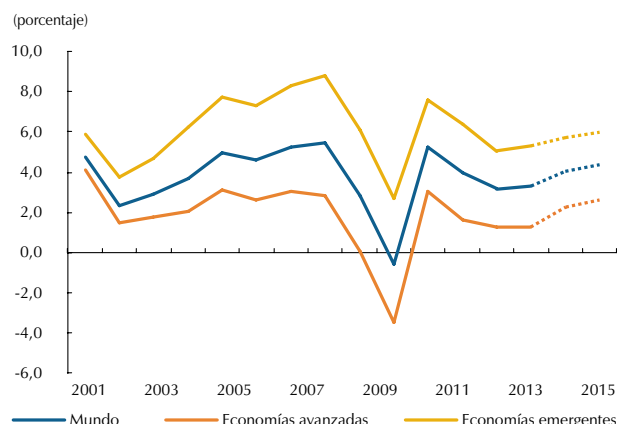
Finalmente, vale la pena notar que, de acuerdo con el informe más reciente sobre *Perspectivas globales*, del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento económico mundial para 2013 sería levemente superior al de 2012, pasando de 3,2% a 3,3% (Gráfico 11). Esta expansión se daría principalmente gracias al

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

Principales productos	2012	Proyecciones para 2013			Proyecciones para 2014		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	2,0	1,40	1,60	1,90	1,40	1,80	2,20
Petróleo Brent (dólares por barril)	112	95	105	110	80	95	105
Carbón Róterdam (dólares por tonelada)	92,8	80,0	90,0	95,0	70,0	85,0	92,0
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	17.591	14.080	15.690	17.161	12.800	16.945	19.613
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.670	1,750	1.600	1.500	1.800	1.550	1.400

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

Gráfico 11
Variación anual del PIB por grupos de países y proyecciones del FMI



Fuente: FMI.

comportamiento de las economías emergentes, las cuales crecerían 5,3%. En cuanto a los países desarrollados, su crecimiento continuaría a un ritmo modesto, con una ligera desaceleración en los Estados Unidos y una prolongación de la recesión en la zona del euro. En este contexto, el FMI destaca una expansión mundial a tres velocidades: por un lado, las economías emergentes creciendo a un ritmo favorable, por otro, países como los Estados Unidos expandiéndose de manera modesta, y finalmente, economías como la zona del euro que continuarían en recesión.

B. BALANZA DE PAGOS

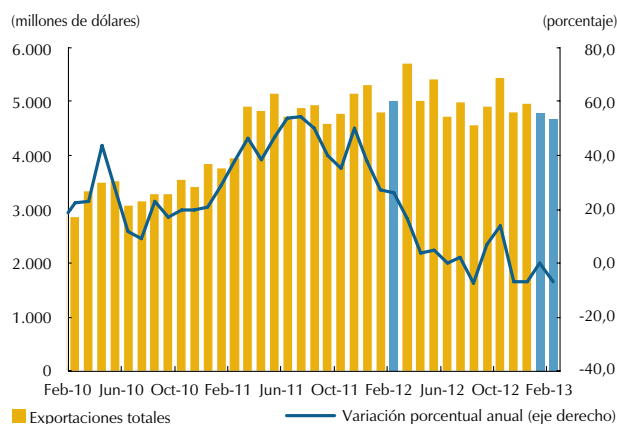
En 2012 el déficit en cuenta corriente (US\$11.415 millones [m]) se amplió con respecto al observado en 2011 (a 3,1% del PIB frente a 2,8%). Este resultado refleja unos egresos externos netos por renta de los factores de US\$16.682 m y de comercio de servicios no factoriales de US\$5.337 m, que fueron parcialmente compensados por ingresos netos de US\$6.004 m por comercio de bienes y de transferencias corrientes por US\$4.599 m. El mayor déficit en 2012 se explica, principalmente, por un balance más deficitario en el comercio exterior de servicios no factoriales, así como por unos mayores egresos netos por renta factorial (asociados en particular con mayores salidas por utilidades y dividendos de la inversión directa en Colombia). Lo anterior se profundizó por una caída en los ingresos netos por transferencias corrientes y, en menor medida, por una reducción del superávit comercial de bienes.

En cuanto al financiamiento de la cuenta corriente, este se siguió dando en su mayoría por inversión extranjera directa (IED), la cual registró un crecimiento de 18% anual, alcanzando un valor de US\$15.823 m en 2012. Aunque el 48% de dichos recursos se destinaron a actividades de petróleo y minería, cabe resaltar el impulso que han tenido estos flujos hacia la industria manufacturera, los establecimientos financieros y el sector de transporte y comunicaciones. Por otra parte, la inversión neta de los colombianos en el exterior registró ingresos por US\$248 m debido a una liquidación de activos en el exterior mayor que a la compra de activos, contrario a lo observado en 2011, cuando se registraron egresos netos por US\$8.280 m. Lo anterior significó un crecimiento de la inversión extranjera directa neta en Colombia de US\$10.913 m, que generó un superávit en la cuenta de capital y financiera en 2012 equivalente al 4,4% del PIB (superior en US\$3.279 m al registrado el año anterior).

En 2012 el déficit en cuenta corriente fue 3,1% del PIB, superior a lo observado en 2011.

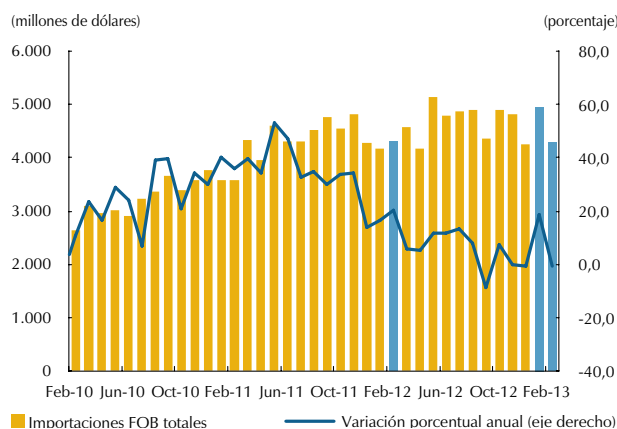
Para el primer trimestre de 2013 se espera que la reducción en el superávit comercial continúe. De hecho, entre enero y febrero las exportaciones totales en dólares presentaron una disminución de 3,4% con respecto al mismo período del año

Gráfico 12
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE.

Gráfico 13
Importaciones FOB totales



Fuente: DANE.

anterior (Gráfico 12), mientras que las importaciones FOB² (*free on board*) crecieron en términos anuales 9,1% (Gráfico 13).

La dinámica de las exportaciones durante el primer bimestre del año refleja principalmente la caída de las ventas externas de bienes de origen minero, las cuales disminuyeron en promedio 6,4% anual con respecto al mismo período del año anterior. Dicho comportamiento obedece, en gran parte, a las menores exportaciones de carbón (-26% anual en promedio para el bimestre), debido a los eventos registrados en febrero en las dos principales empresas productoras de este mineral³, y a la reducción de 39% en las ventas externas de ferroníquel. A lo anterior se sumó la disminución de 11% (en promedio anual para el bimestre) en las exportaciones de bienes de origen agrícola (café, banano y flores).

Por su parte, las exportaciones industriales y otros⁴ (cuya participación en el total exportado en el período en mención fue 21,4%) crecieron en promedio 11,9% frente al mismo bimestre de 2012 (Gráfico 14). Dichas ventas fueron impulsadas principalmente por el aumento de 9,7% anual en las dirigidas hacia los Estados Unidos y hacia otros destinos distintos al mercado estadounidense y Venezuela (15,4%). Para el período mencionado, las ventas de los productos industriales a Venezuela crecieron 28% anual, menos que lo observado en trimestres anteriores, y aquellas dirigidas hacia Ecuador se contrajeron 9,8% anual (Gráfico 15).

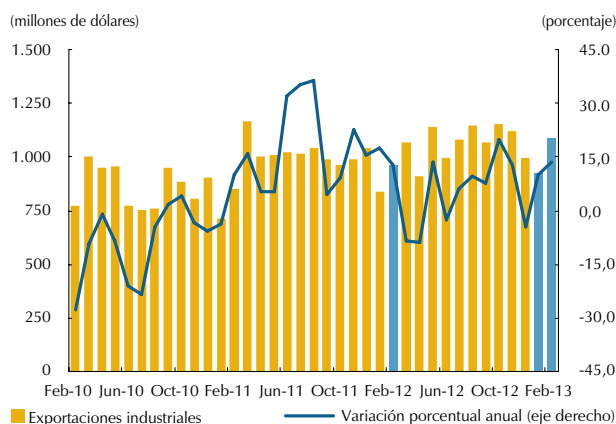
Las importaciones FOB en dólares mantuvieron, por su parte, un buen ritmo de crecimiento en el primer bimestre del año, impulsado principalmente por las mayores compras de bienes de capital (13,2%, de las cuales las de equipo de transporte crecieron 22,6% en promedio anual para dicho

2 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF (cost, insurance and freight), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de US\$4.849 m durante enero y febrero de 2013, con un aumento de 9% anual.

3 Los eventos registrados corresponden al paro de trabajadores de Cerrejón, que significó 32 días de cese de actividades, y la suspensión de la licencia de cargue impuesta por la autoridad ambiental a la Drummond, lo cual representó 20 días de parálisis en el puerto de Santa Marta, y que se reflejó en conjunto en la caída del 52% anual de las exportaciones de carbón en febrero de 2013.

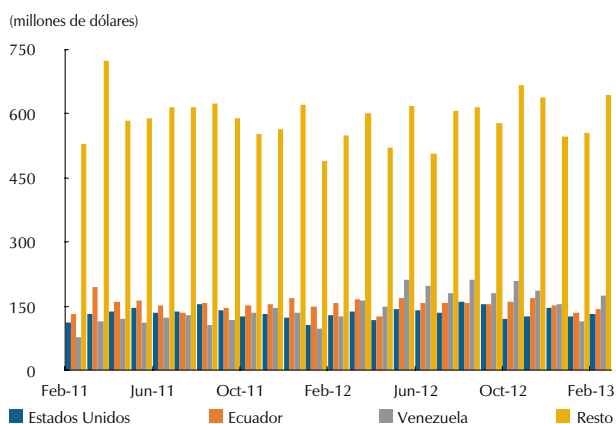
4 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni sus derivados, como tampoco carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores. Las exportaciones industriales representan el 98% de este grupo, ya que se incluyen otros bienes mineros y agrícolas.

Gráfico 14
Exportaciones industriales y otros^{a/}



a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas.
Fuente: DANE.

Gráfico 15
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto^{a/}



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

período), seguidas de las importaciones de bienes de consumo, que aumentaron 10,3% anual, asociadas con un crecimiento importante de las compras de bienes de consumo no durable (13,2% en promedio anual). Asimismo, las importaciones de bienes intermedios se expandieron a una tasa de 5,4% anual en el bimestre, reflejando las mayores compras de materias primas y bienes intermedios para la agricultura (Gráfico 16).

Por su parte, los ingresos por remesas de trabajadores en lo corrido del año hasta febrero han registrado un crecimiento de 3,2% anual con respecto al mismo período del año anterior, contrario a lo registrado en todo 2012, cuando cayeron 2,3% anual. La balanza cambiaria⁵, observada para el acumulado 2013 a marzo, registró un crecimiento en las entradas de capital privado frente a lo observado un año atrás, principalmente por los mayores flujos netos de inversión financiera o de portafolio, ya que los flujos de IED han presentado una ligera disminución asociada con los recursos dirigidos a otros sectores diferentes a petróleo y minería.

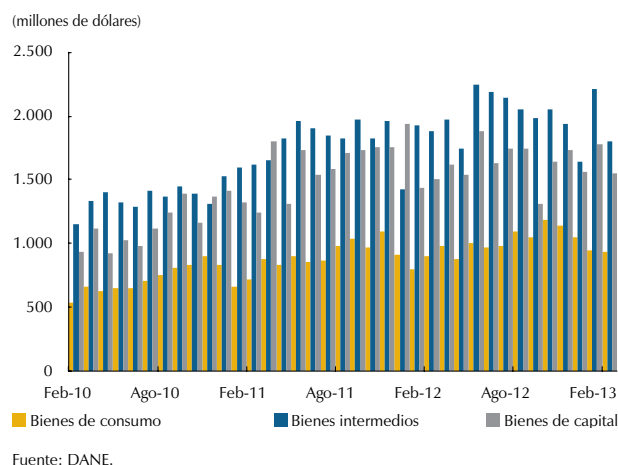
De acuerdo con la información anterior y los intervalos de pronóstico realizados para las principales variables externas e internas (presentadas a lo largo de este informe), el ejercicio de proyección de la balanza de pagos estima una ampliación del déficit en cuenta corriente para 2013, en relación con el observado el año anterior. De esta manera, considerando los escenarios de crecimiento de los socios comerciales y de precios de los principales productos de exportación, se proyecta un déficit en cuenta corriente para todo el año en un rango entre 3,2% y 3,5% del PIB. Este

resultado sería consistente con un crecimiento de las exportaciones totales en dólares entre -6,7% y 4,2% anual, considerando un contexto de demanda externa débil y una reducción en los precios de los principales productos de exportación, que podría acelerarse más de lo previsto en el escenario bajo. Por su parte, las importaciones continuarían creciendo a un ritmo moderado entre 0% y 10,8%, condicionado a que se mantenga la dinámica de la demanda interna.

Adicionalmente, se estiman salidas por renta de los factores ligeramente inferiores a las observadas en 2012, resultado de un entorno de menores precios

5 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.

Gráfico 16
Importaciones de bienes (FOB)



internacionales para los productos mineros, principal fuente de remisión de utilidades y dividendos. Asimismo, se proyecta una ligera disminución de los ingresos netos por transferencias, de acuerdo con los supuestos de desaceleración de los principales países de donde provienen las remesas de trabajadores colombianos.

En cuanto a la cuenta de capital y financiera, se estima que la IED seguirá siendo la principal fuente de financiación externa, manteniéndose en niveles similares a los observados en 2012, suponiendo que durante 2013 continuaría la dinámica de la inversión en el sector de petróleo y minería, con el impulso adicional de nuevos proyectos de inversión que se han anunciando en otros sectores. Por su parte, las

salidas de capital por inversión colombiana en el exterior (ICE) se estiman mayores a las registradas un año atrás, dados los anuncios que se han hecho principalmente para el sector de establecimientos financieros, lo que implica menores recursos netos por IED. Asimismo, para 2013 la proyección considera un financiamiento externo por parte del sector público superior al observado en 2012, correspondiente en mayor medida a operaciones de endeudamiento externo del gobierno nacional central (GNC) (Cuadro 3). Es importante señalar que el ejercicio de proyección de la balanza de pagos refleja una variación de las reservas internacionales brutas consistente con los anuncios de intervención realizados por el Banco de la República⁶ y los rendimientos financieros asociados con estas.

Finalmente, para 2014 el déficit en cuenta corriente podría ubicarse entre 3,3% y 3,7% del PIB, el cual seguiría siendo financiado principalmente por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

6 Considera las compras de divisas de por lo menos US\$3.000 m entre enero y mayo de 2013.

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

	(millones de dólares)				(porcentaje del PIB)d/			
	2010	2011 (pr)	2012 (pr)	2013 (proy)	2010	2011 (pr)	2012 (pr)	2013 (proy)
I. Cuenta corriente	(8.809)	(9.525)	(11.415)	(13.308)	(3,1)	(2,8)	(3,1)	(3,4)
A. Bienes y servicios no factoriales ^{a/}	(1.260)	1.540	667	(1.624)	(0,4)	0,5	0,2	(0,4)
B. Renta de los factores	(12.024)	(16.003)	(16.682)	(16.149)	(4,2)	(4,8)	(4,5)	(4,2)
C. Transferencias	4.475	4.938	4.599	4.465	1,6	1,5	1,2	1,1
II. Cuenta de capital y financiera	11.825	13.106	16.385	17.080	4,1	3,9	4,4	4,4
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{b/}	6.975	10.309	13.289	13.205	2,4	3,1	3,6	3,4
B. Sector público	4.789	2.839	3.137	3.915	1,7	0,8	0,8	1,0
III. Errores y omisiones	119	163	454	0	0,0	0,0	0,1	0,0
IV. Variación de las reservas internacionales brutas ^{c/}	3.136	3.744	5.425	3.772	1,1	1,1	1,5	1,0

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

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

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

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

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

Fuente: Banco de la República.

Recuadro 1

ENDEUDAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS (2006-2012)

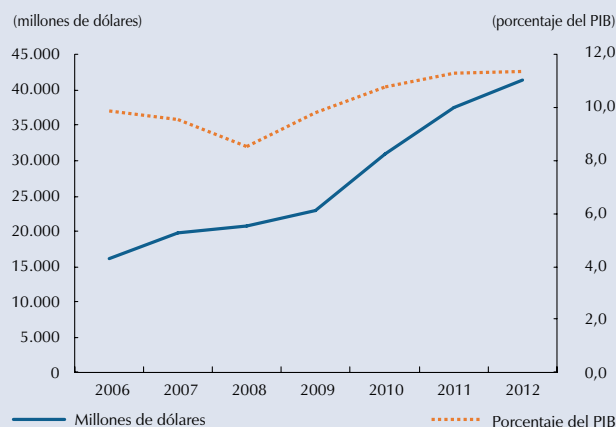
Aaron Garavito
Jorge Niño
Sergio Restrepo*

El financiamiento en moneda extranjera de las empresas colombianas¹ se origina en los pasivos contratados con una entidad financiera local² o con un agente en el exterior. La elección del tipo de acreedor depende de varios factores, tales como el flujo de caja en moneda extranjera de la empresa, el propósito y plazo de la financiación, el diferencial de tasas de interés internas y externas, el tamaño de la empresa, la participación de capital extranjero, el monto de la deuda, entre otros. En general, las firmas adquieren este tipo de deuda principalmente para financiar capital de trabajo, importaciones (créditos de proveedor, arrendamiento financiero y préstamos de entidades financieras), exportaciones, proyectos de inversión y adquisición de activos.

El saldo de la deuda en moneda extranjera de las empresas colombianas se ha mantenido alrededor del 11% del PIB entre 2010 y 2012, cifra superior al promedio de 9,5% observado entre los años 2006-2009. En dólares corrientes el saldo se incrementó de US\$16.122 millones (m) en 2006 a US\$41.509 m en 2012 (Gráfico R1.1). Esto ha coincidido con los mayores niveles de comercio exterior, la ampliación de infraestructura en algunos sectores y la creciente adquisición de empresas. Por tipo de acreedor, los pasivos con entidades internacionales han sido la fuente más importante de financiación, al representar el 85% del total en promedio entre 2006 y 2012. Por su parte, el endeudamiento con acreedores locales ha incrementado su participación promedio al 18% en los últimos tres años, frente al 12% que registraba entre 2006 y 2009. Las modalidades de financiación en moneda extranjera más utilizadas son los préstamos, pero recientemente la emisión de bonos en el mercado internacional ha cobrado importancia.

- * Los autores son, en su orden, profesional especializado, profesional especializado en balanza de pagos y profesional del Sector Externo, Departamento Técnico y de Información Económica, del Banco de la República. Las opiniones expresadas no comprometen al Banco ni a su Junta Directiva.
- 1 Incluye la deuda en moneda extranjera tanto con bancos locales como con entidades del exterior de las empresas privadas del sector real, empresas industriales y comerciales del sector público, patrimonios autónomos administrados por sociedades fiduciarias, vehículos financieros, y grupos de inversión de conglomerados empresariales.
- 2 Para este documento se incluye como deuda en moneda extranjera con agentes locales exclusivamente los préstamos comerciales otorgados por los bancos residentes a empresas del país. No incluye la cartera comercial otorgada por corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.

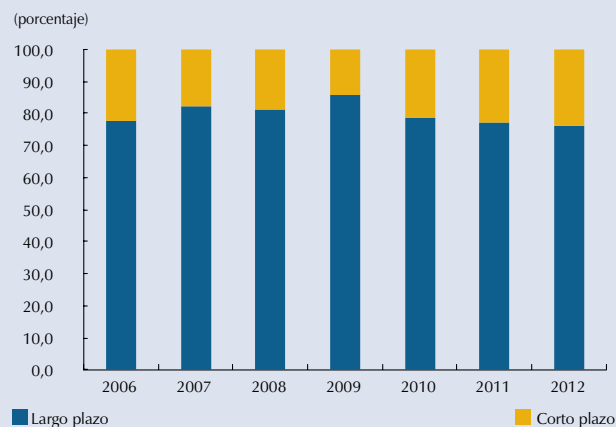
Gráfico R1.1
Deuda en moneda extranjera de las empresas colombianas



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

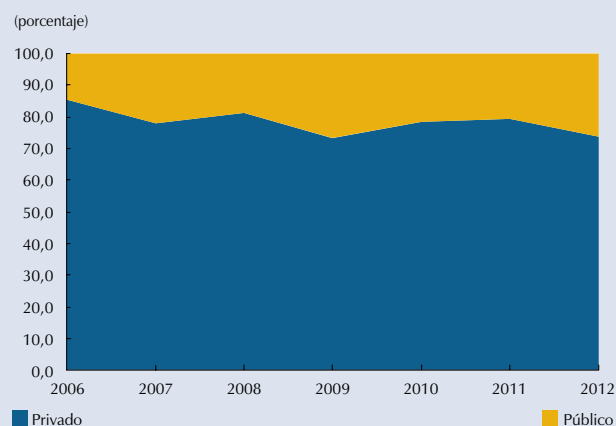
Por plazos, el endeudamiento en moneda extranjera está compuesto principalmente por pasivos de largo plazo, aunque desde 2010 el saldo de corto plazo ha aumentado su participación (Gráfico R1.2). Estas obligaciones las adeudan empresas del sector privado que a su vez responden por cerca del 75% del total para el período de análisis (Gráfico R1.3), destacándose los créditos contratados por las firmas que operan en el sectores de industria, transporte, comunicaciones y comercio (Gráfico R1.4). Por su parte, dentro de las empresas del sector público que responden por el 25% de esta deuda, se destacan las firmas de explotación y refinación de hidrocarburos y las dedicadas a la actividad de electricidad, gas y agua.

Gráfico R1.2
Distribución por plazos de la deuda en moneda extranjera



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

Gráfico R1.3
Distribución porcentual de la deuda en moneda extranjera entre sector público y privado

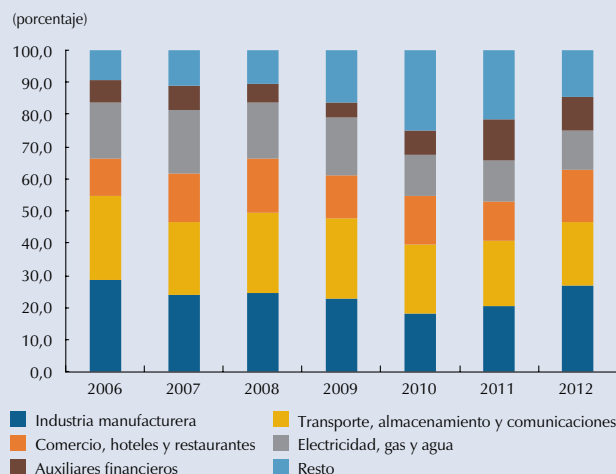


Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

Deuda en moneda extranjera contratada con entidades del exterior

De 2006 a 2012 la deuda contratada con entidades del exterior fue en promedio 8,7% del PIB, con un incremento moderado en los dos últimos años. En millones de dólares su valor aumentó 2,3 veces en el período estudiado. Los pasivos de largo plazo han representado en promedio el 83% del total (Cuadro R1.1), usados generalmente en la adquisición de empresas y la ampliación y modernización de la planta y equipo, los cuales son proyectos de inversión que no tienen un retorno inmediato y, por tanto, necesitan una financiación de largo plazo. En efecto, la duración promedio de los pasivos ponderada por el monto ha sido cercana a 27 meses en los últimos cinco años.

Gráfico R1.4
Distribución sectorial de la deuda en moneda extranjera



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

Adicionalmente, este tipo de deuda se caracteriza por su concentración en pocas empresas deudoras. En el año 2012 las tres cuartas partes de los pasivos con el exterior se concentraron en el 1,8% de las firmas (57 empresas), cada una de ellas con deudas superiores a US\$85m. Esta concentración obedece a que pocas empresas prestatarias cumplen con el perfil para acceder al mercado financiero internacional. De hecho, estos pasivos están a cargo principalmente de empresas grandes, de acuerdo con el tamaño de sus activos. En cuanto a la residencia del prestamista, en promedio de 2006 a 2012 el 55% de este tipo de endeudamiento se ha contratado con acreedores ubicados en los Estados Unidos y el restante se ha obtenido principalmente de Europa, Panamá y otros países de América Latina y el Caribe. Además, en 2012 el 42% de los

Cuadro R1.1
Distribución porcentual y concentración de la deuda en moneda extranjera contratada con entidades del exterior

Año	(millones de dólares)	(porcentaje del PIB)	(participación porcentual en la deuda total en moneda extranjera)	(distribución porcentual por plazos)		(porcentaje de firmas que concentran el 75% de la deuda)	(distribución porcentual por tenedor)	
				Corto	Largo		Privado	Público
2006	14.403	8,9	89	21	79	3,0	85	15
2007	16.982	8,2	85	17	83	2,5	78	22
2008	17.788	7,3	85	17	83	2,5	81	19
2009	20.644	8,8	90	12	88	1,9	73	27
2010	25.499	8,9	82	15	85	1,6	78	22
2011	31.538	9,5	84	16	84	1,5	79	21
2012	33.361	9,1	80	19	81	1,8	74	26

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

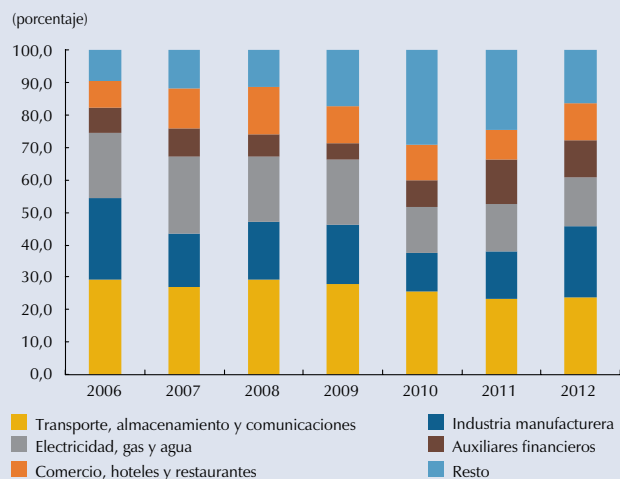
préstamos se concentró en diez acreedores, dentro de los que se cuentan cuatro sucursales extranjeras de bancos nacionales.

Para el período de análisis esta deuda estuvo en manos principalmente de firmas del sector privado, las cuales han respondido en promedio por un 78% del saldo total, destacándose aquellas dedicadas a las actividades de transporte y comunicaciones, manufacturas, y electricidad gas y agua (Gráfico R1.5). Por su parte, la participación del sector público en el endeudamiento externo responde al plan de expansión en la infraestructura de extracción y refinación de petróleo y a la extensión de negocios hacia otros países, especialmente en el sector eléctrico.

Aquellas firmas que realizan operaciones de comercio exterior o registran inversión extranjera directa responden por la mayor parte del endeudamiento externo. En 2012 el 53% de estos pasivos correspondió a importadores netos y 25% a exportadores netos. Adicionalmente, las empresas que registran inversión extranjera directa concentran el 63% del endeudamiento externo, debido a la facilidad de acceso a este tipo de créditos, dado el respaldo e historial crediticio de sus casas matrices.

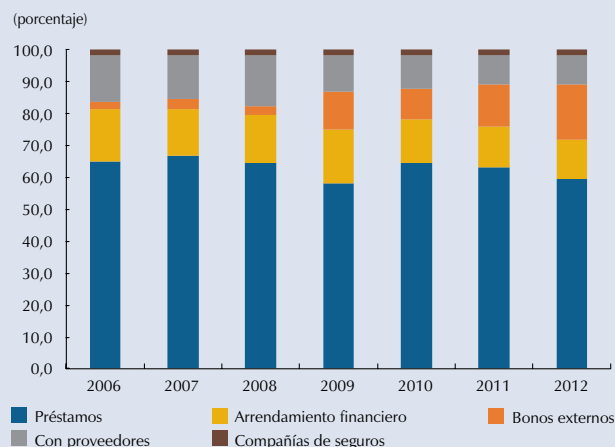
En general, la modalidad de financiación más utilizada han sido los préstamos, el arrendamiento financiero y, recientemente, los bonos emitidos en el exterior. Como se muestra en el Gráfico R1.6, los préstamos representaron en promedio el 63% del total del endeudamiento y los bonos aumentaron su participación al 18% en los últimos dos años. A su vez, el arrendamiento financiero sigue siendo una fuente importante de fondeo, especialmente para las compañías de transporte aéreo en el proceso de modernización de su flota.

Gráfico R1.5
Distribución sectorial de la deuda en moneda extranjera contratada con entidades del exterior



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

Gráfico R1.6
Distribución por tipo de instrumento de la deuda en moneda extranjera contratada con entidades del exterior



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

Deuda en moneda extranjera con bancos locales

De 2006 a 2012 esta deuda fue en promedio el 1,5% del PIB, con un incremento cercano al 2% desde 2010. En millones de dólares aumentó cerca de cinco veces en el período de análisis, comportamiento que se reflejó en un incremento de su importancia dentro del total de las obligaciones en moneda extranjera de las firmas analizadas (Cuadro R1.2). Mientras la deuda en moneda extranjera con entidades del exterior es en su mayoría de largo plazo, la contratada con bancos locales ha tendido a concentrarse en plazos más cortos, especialmente entre 2010 y 2012, cuando representó el 55% de este tipo de cartera. La duración promedio ponderada por monto ha sido cercana a los nueve meses en los últimos cinco años. Este comportamiento se explica por la destinación de parte de esta deuda a financiar las crecientes operaciones de comercio exterior, las cuales son generalmente de corto plazo.

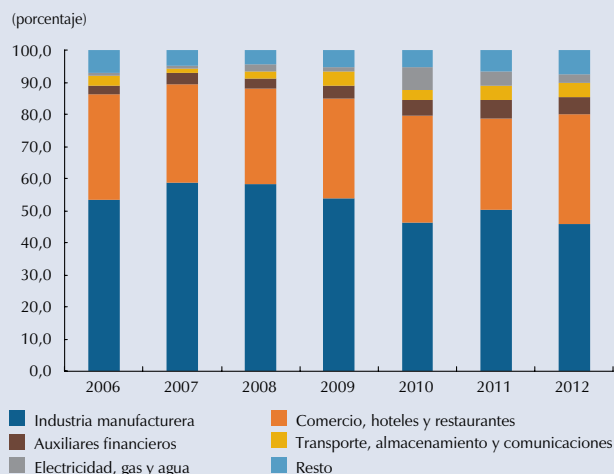
Asimismo, la concentración en las firmas deudoras sigue siendo significativa, pero menos pronunciada. Para 2012 el 2,2% de las empresas respondieron por el 75% de este tipo de deuda (Cuadro R1.2). Casi en su totalidad la deuda está a cargo de empresas del sector privado, las cuales concentraron más del 95% de estos pasivos durante la mayor parte del período analizado. Sectorialmente, estos pasivos han sido adquiridos sobre todo por la industria manufacturera y las empresas dedicadas a las actividades de comercio (Gráfico R1.7). Además, una alta proporción del endeudamiento está en manos de compañías que realizan operaciones de comercio exterior. En efecto para el año 2012 por el 67% de la deuda responden empresas catalogadas como importadoras netas y por el 21%, exportadoras netas. Finalmente, las firmas con inversión extranjera directa participan del 40% de la deuda total.

Cuadro R1.2
Distribución porcentual y concentración del endeudamiento en moneda extranjera con bancos locales

Año	(millones de dólares)	(porcentaje del PIB)	(participación porcentual en la deuda total en moneda extranjera)	(distribución porcentual por plazos)		(porcentaje de firmas que concentran el 75% de la deuda)	(distribución porcentual por tenedor)	
				Corto	Largo		Privado	Público
2006	1.719	1,1	11	30	70	4,0	97,9	3,1
2007	2.884	1,4	15	22	78	4,4	97,6	2,1
2008	3.046	1,2	15	29	71	3,2	98,8	2,4
2009	2.323	1,0	10	36	64	2,8	96,7	1,2
2010	5.457	1,9	18	59	41	2,1	90,3	3,3
2011	6.094	1,8	16	57	43	2,4	95,2	9,7
2012	8.148	2,2	20	48	52	2,2	96,6	4,8

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

Gráfico R1.7
Distribución sectorial de la deuda en moneda extranjera con bancos locales



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

En conclusión, mientras en dólares corrientes el saldo de la deuda en moneda extranjera total de las empresas colombianas se incrementó 2,5 veces entre 2006 y 2012, con respecto al PIB se ha mantenido estable en los últimos tres años, aunque con un ligero incremento frente al período 2006-2009. Esto indica que tanto la dinámica de la demanda interna como las condiciones financieras y de percepción de riesgo por parte de la banca e inversionistas internacionales hacia la economía colombiana ha permitido en los últimos años a las empresas nacionales contratar nueva deuda, con la cual duplicaron con creces sus niveles de endeudamiento, sin llegar a exhibir niveles potencialmente peligrosos.

Dentro de esta misma línea, el incremento de los pasivos en moneda extranjera ha coincidido con mayores niveles de comercio exterior, ampliación de infraestructura en sectores promotores del crecimiento reciente y el aumento en la adquisición de empresas. Esto ha sido financiado en mayor proporción con préstamos externos y bonos emitidos en los mercados internacionales, aunque cabe resaltar el reciente aumento en la participación del financiamiento provisto por la banca local.

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

En 2012 la economía colombiana presentó una desaceleración en su crecimiento, explicado por una menor dinámica de la demanda interna, así como por una moderación de la expansión de las ventas externas del país.

Por ramas de actividad, el mayor dinamismo se observó en los sectores de minería, servicios financieros, y servicios sociales, comunales y personales.

Para el primer trimestre de 2013 se espera que la economía crezca una tasa inferior a la registrada a final de 2012. Sin embargo, cabe resaltar que esta dinámica se daría en un contexto donde se contó con menores días hábiles por cuenta de Semana Santa en marzo, y un día menos en febrero frente al año pasado.

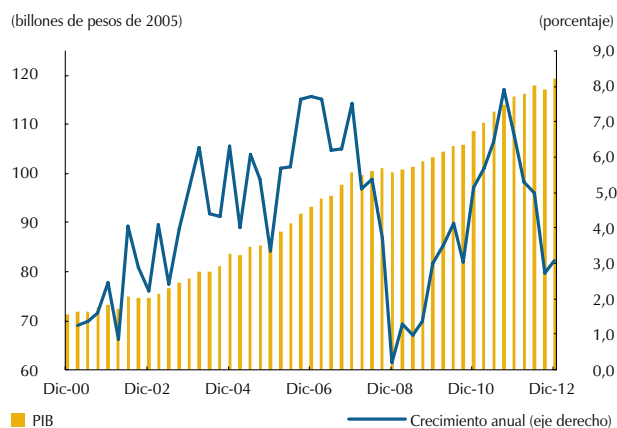
A. EL PIB EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2012 Y EN TODO 2012

El PIB se expandió 3,1% en el cuarto trimestre. El dato para todo el año implicó una desaceleración frente a lo observado en 2011.

La economía colombiana se expandió 3,1% en términos anuales durante el cuarto trimestre de 2012 (frente a 2,7% del tercero). Así, los resultados publicados por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) sugieren que el producto interno bruto (PIB) nacional creció a una tasa de 4,0% en 2012, lo que representa una desaceleración en relación con la cifra oficial para el año 2011 (Gráfico 17). El dato trimestral se ubicó dentro del rango presentado en el anterior *Informe sobre Inflación*, mientras que el de todo el año estuvo ligeramente por encima de lo contemplado. Adicionalmente, el DANE revisó las cifras de crecimiento para todo 2011 (de 5,9% a 6,6%) y para los anteriores trimestres de 2012⁷.

⁷ En el primer trimestre el PIB creció 5,3% en términos anuales (antes de la revisión: 4,8%), en el segundo, 5,0% (antes: 4,9%) y 2,8% en el tercero (antes: 2,1%).

Gráfico 17
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En 2012 todos los componentes del PIB por el lado de la demanda, con excepción de los rubros de consumo final del Gobierno y de inversión en construcción de edificaciones, se desaceleraron. Cabe resaltar que su dinámica a lo largo del año fue heterogénea: durante el primer semestre el crecimiento de la economía fue favorable, mientras que en la segunda mitad del año se observó una menor expansión, que tuvo lugar a raíz del pobre desempeño del rubro de inversión, principalmente.

La demanda interna mostró un menor dinamismo en 2012 (4,2%), después de exhibir un gran crecimiento el año anterior (8,2%), cuando se observó una brecha del producto positiva. La moderación en su expansión puede atribuirse en parte a las decisiones de política

monetaria y a las mayores exigencias y provisiones de crédito implementadas desde finales de 2011 y hasta la primera mitad de 2012, las cuales buscaban establecer un ritmo de actividad económica más acorde con la estabilidad macroeconómica y de precios en el largo plazo. Sin embargo, en el transcurso del año se presentaron otros factores que también influyeron en el resultado final, como son: i) unos términos de intercambio que en promedio no crecieron frente a 2011; ii) flujos de inversión extranjera que, si bien fueron altos, moderaron sus incrementos; iii) algunos cuellos de botella que influyeron en la dinámica de la inversión en obras civiles, relacionados principalmente con el otorgamiento de licencias ambientales, junto con un menor ritmo de ejecución de proyectos de inversión en infraestructura, y iv) algunos choques de oferta presentados en el sector minero.

Dentro del consumo total, el del Gobierno se destacó por mostrar una tendencia sostenida y robusta a lo largo del año, lo que representó una aceleración en su variación anual en 2012 con respecto a 2011 (Cuadro 4). En contraste, el consumo de las familias se expandió a tasas menores, y se acercó hacia su tasa de crecimiento promedio histórica, de acuerdo con lo esperado. En particular, para el cuarto trimestre el consumo de los hogares creció 4,0%, mientras que el del Gobierno lo hizo en 6,5%.

Por tipo de durabilidad, la desaceleración de las compras de los hogares se concentró sobre todo en el consumo de bienes semidurables y durables. En el primer caso crecieron 6,9% en todo 2012, mientras que en el segundo lo hicieron a una tasa de 4,4% (frente a 12,3% y 19,8% de 2011, en su orden). Esta desaceleración se enmarcó en un contexto donde las tasas de interés reales fueron, en promedio, mayores en 2012 que en 2011, pese a los descensos de la tasa de intervención del Banco de la República hacia finales de año. De igual manera, el crédito de consumo se desaceleró, aunque siguió creciendo a tasas de dos dígitos que pueden considerarse como altas (21,6%). Asimismo, para el año 2011 había una base alta de comparación en ambas clases de bienes: en 2011 se alcanzaron récords en las ventas de automóviles, por ejemplo, y pese a un leve descenso, en 2012 las ventas

*Diversos factores
contribuyeron al
menor dinamismo de
la demanda interna en
2012.*

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2011	2012				2012
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Consumo total	5,4	5,3	4,0	4,2	4,1	4,4
Consumo de hogares	5,9	5,7	3,7	3,9	4,0	4,3
Bienes no durables	3,6	5,1	2,0	2,4	1,9	2,8
Bienes semidurables	12,3	12,3	5,5	5,3	5,1	6,9
Bienes durables	19,8	(0,3)	1,9	0,9	15,6	4,4
Servicios	5,5	5,7	4,5	4,4	3,9	4,6
Consumo final del Gobierno	3,6	4,0	4,8	5,2	6,5	5,1
Formación bruta de capital	18,3	7,4	11,9	1,0	3,0	5,7
Formación bruta de capital fijo	18,7	7,2	12,3	1,6	3,4	6,0
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	7,6	4,5	2,3	0,9	0,9	2,1
Maquinaria y equipo	20,9	11,4	9,0	5,7	5,1	7,7
Equipo de transporte	57,9	17,5	14,4	(10,7)	(12,4)	0,7
Construcción y edificaciones	3,7	3,1	17,8	(11,1)	13,8	5,6
Obras civiles	22,8	(4,7)	8,6	5,8	(1,6)	2,2
Servicios	7,2	6,6	14,3	(5,6)	9,8	6,1
Demanda interna	8,2	5,7	5,8	3,5	3,6	4,6
Exportaciones totales	12,9	9,1	4,0	6,8	1,4	5,3
Importaciones totales	21,2	11,2	9,9	8,0	3,3	8,0
PIB	6,6	5,3	5,0	2,7	3,1	4,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

se mantuvieron en niveles altos. En el cuarto trimestre de 2012 la expansión del consumo de semidurables y de durables fue de 5,1% y 15,6%, respectivamente. Este último, sustentado en las mayores ventas de automotores durante el Salón del Automóvil en noviembre del año pasado.

En cuanto al consumo de bienes no durables y servicios, durante 2012 también se registró una desaceleración, aunque esta no fue significativa, en parte por la estabilidad y la alta participación que presentan este tipo de bienes dentro del consumo familiar.

En general, el consumo privado tuvo un comportamiento aceptable a lo largo del año. El mayor poder adquisitivo de los ingresos de las familias por cuenta de una inflación que cerró el año en niveles bajos, términos de intercambio que se mantuvieron en niveles similares a los de 2011, comportamiento relativamente estable de la confianza de los consumidores durante todo el año y condiciones laborales que mostraron alguna mejora, fueron algunos de los factores que colaboraron para que el gasto de los hogares siguiera contribuyendo positivamente a la expansión de la economía colombiana.

En la formación bruta de capital fijo también se observaron menores crecimientos, siendo determinante la moderación de la expansión de la inversión en obras civiles.

Por su parte, en 2012 la formación bruta de capital fijo también registró una desaceleración en sus principales renglones, excepto en el de la construcción de edificaciones. El hecho más sobresaliente de este resultado fue la notoria contención de la expansión de la inversión en obras civiles. Esto, a su vez, afectó el desempeño de otro tipo de inversiones, como las destinadas a equipo de transporte y en menor medida las de maquinaria y equipo, dados los encadenamientos entre estas demandas.

La mayoría de los contratiempos en la construcción de obras civiles tuvieron origen en retrasos en la concesión de licencias ambientales y en un menor ritmo de ejecución de infraestructura de transporte, especialmente en el sector minero. Además de lo anterior, cabe resaltar que este rubro tuvo una importante expansión en 2011, lo cual complica el análisis, pues a pesar de su desaceleración, los niveles siguen siendo altos.

En cuanto a la inversión en equipo de transporte, se registró un crecimiento de solo 0,7% en 2012, que contrasta fuertemente con el 57,9% del período anterior. Cuando se estudian los resultados para los distintos trimestres del año, se observa un comportamiento heterogéneo: mientras que en el primer semestre este rubro se expandió a tasas anuales en promedio del 15,9%, en el segundo se contrajo alrededor de 11,6%. Cabe señalar que los agregados anuales muestran un estrecho comportamiento entre la dinámica de este rubro y el de la inversión en obras civiles. Los demás ítems de la formación bruta de capital fijo mostraron crecimientos anuales ligeramente menores frente a los de 2011, de acuerdo con la moderación esperada en la expansión económica.

Con respecto al intercambio de bienes y servicios con el exterior, en 2012 tanto las exportaciones como las importaciones redujeron su dinámica. Las ventas al exterior pasaron de crecer 12,9% en 2011 a 5,3%. Cuando se observa por tipo de bienes, la desaceleración fue más pronunciada para el caso de los bienes básicos, mientras que para el resto de exportaciones (manufacturas y servicios, principalmente) se dio en menor medida. Algunos choques de oferta que afectaron la producción minera, junto con una ligera apreciación del tipo de cambio real, fueron los principales hechos relacionados con este comportamiento. Para el caso de las importaciones, que pasaron de crecer 21,2% en el período anterior, a 8,0% en 2012, su desempeño estuvo ligado con la dinámica misma del consumo privado y la inversión.

Los sectores que más crecieron en 2012 fueron, en su orden, la minería, los servicios financieros y los servicios comunales y personales.

Por el lado de la oferta, las mayores tasas de crecimiento se observaron, en su orden, en la minería, los servicios financieros, y los servicios sociales, comunales y personales (Cuadro 5). La actividad industrial fue la única rama que mostró una contracción anual. Otros sectores cuyo desempeño estuvo por debajo de la economía en su conjunto, a pesar de mostrar un crecimiento positivo, fueron el agropecuario, el de electricidad, gas y agua, y el de la construcción.

Al igual que en los últimos cinco años, la minería continuó siendo el sector con mayor ritmo de expansión (5,9%), impulsado en especial por la producción de

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

Ramas de actividad	2011, año completo	2012				2012, año completo
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,4	2,8	2,8	3,0	1,7	2,6
Explotación de minas y canteras	14,4	13,8	8,6	0,7	1,5	5,9
Industria manufacturera	5,0	1,1	(0,1)	(0,8)	(3,1)	(0,7)
Electricidad, gas y agua	2,9	4,0	3,7	3,2	3,1	3,5
Construcción	10,0	(0,5)	12,2	(2,3)	5,0	3,6
Edificaciones	3,3	3,2	16,1	(10,2)	11,8	5,0
Obras civiles	17,4	(4,3)	7,4	5,8	(0,5)	2,2
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	6,0	5,0	5,0	3,4	3,0	4,1
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	6,5	3,6	3,2	2,9	4,0
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	7,0	7,2	5,4	4,5	5,1	5,5
Servicios sociales, comunales y personales	2,9	3,8	4,2	5,5	5,9	4,9
Subtotal valor agregado	6,3	5,0	4,9	2,7	3,1	3,9
Impuestos menos subsidios	10,9	8,1	5,4	2,2	3,3	4,7
PIB	6,6	5,3	5,0	2,7	3,1	4,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República,

petróleo. Ello pese a que durante el año pasado la extracción de petróleo presentó un crecimiento de 5,5%, menor que el observado en promedio durante los cinco años anteriores (12,9%). En el caso del carbón también se observaron menores tasas de crecimiento en 2012 frente a 2011 (pasando de 15,0% a 3,9%). Se debe señalar el comportamiento dispar de este rubro a lo largo del año, pues se expandió 14,8% en el primer semestre para luego mostrar una contracción de 5,6% en la segunda mitad. Tanto en petróleo como en carbón la presencia de choques de oferta asociados con problemas de orden público y dificultades en el transporte explican los resultados diversos del año. A esto se sumaron cuellos de botella para la aprobación de licencias ambientales para la minería en general. Todo esto condujo a que durante la segunda mitad del año la producción de carbón y de petróleo estuviera por debajo de lo previsto en informes anteriores y fuera menor que las metas de producción proyectadas por las entidades sectoriales. En particular, en el cuarto trimestre de 2012 esta rama de actividad reportó un escaso crecimiento de 1,5%.

Las producciones de petróleo y de carbón fueron poco dinámicas durante la segunda mitad del año.

En cuanto al sector financiero, a pesar de la desaceleración registrada en la cartera total (que pasó de crecer 21% en 2011 a 15,2% en 2012), el comportamiento del PIB sectorial en 2012 (5,5%) fue superior a su promedio desde 2007 (5,0%). Cabe señalar que dicho rubro se mantiene como uno de los que más aportan a la economía, dada su alta participación en el PIB (19,8%). En el último trimestre del año la expansión observada fue de 5,1%.

La actividad industrial fue la única rama que restó crecimiento a la economía colombiana durante 2012.

Entre los sectores de mejor desempeño también se encuentra el de los servicios sociales, comunales y personales. Esta rama mostró una aceleración en el segundo semestre, creciendo a una tasa anual de 5,7%, luego del 4,0% reportado para la primera mitad del año. En todo 2012 su expansión fue de 4,9%, frente al 2,9% de 2011. Ella se debió, sobre todo, a un aumento sostenido desde abril de los rubros relacionados con la administración pública y la defensa, aunque también se destaca el buen desempeño de la subrama de esparcimiento, cultura y deporte (6,1%).

Con respecto a la construcción, en su conjunto creció un 3,6% en 2012, luego del 10,0% de 2011 (en el último trimestre de 2012 lo hizo en 5,0%). Para el caso de edificaciones, aunque el crecimiento para todo el año se ubicó en 5,0%, es importante señalar la desaceleración durante el segundo semestre, cuando se expandió 0,8%, luego de haberlo hecho un 9,6% en promedio entre enero y junio. Entre las razones que podrían explicar este fenómeno estarían: i) problemas en el proceso de otorgamiento de licencias; ii) restricciones ambientales, y iii) elevados precios de la vivienda y el suelo. Por el lado de obras civiles, la desaceleración en términos anuales fue más evidente: el rubro creció 2,2% el año pasado, frente al 17,4% registrado en 2011. Estas cifras son consistentes con los datos de inversión ya presentados.

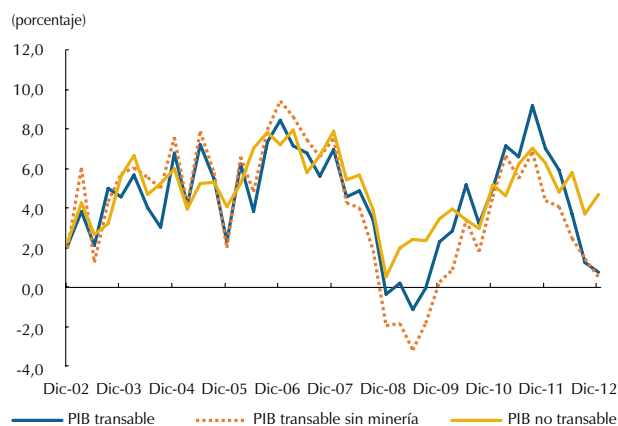
Por otra parte, otros sectores que también crecieron, pero modestamente y por debajo de la economía en su conjunto, fueron agricultura, electricidad, gas y agua, y construcción. Los primeros dos se aceleraron con respecto a las tasas observadas en 2011, mientras que el último mostró una significativa desaceleración frente al mismo período, como ya se explicó.

En contraste con todo lo anterior, la actividad industrial fue la única rama que restó al crecimiento de la economía colombiana durante 2012. El valor agregado del sector manufacturero se contrajo 0,7% anual, luego de haberse expandido

a una tasa de 5,0% en 2011 (en el último trimestre de 2012 lo hizo en -3,1%). Esto obedeció a la conjunción de varios factores, dentro de los que sobresalen la presencia de ciertos choques de oferta, una demanda interna y externa más débiles, y una mayor competencia de bienes importados, en un contexto de apreciación acumulada del peso (véase el Recuadro 2 del *Informe sobre inflación* de diciembre de 2012, p. 44).

De esta manera, durante todo 2012 el PIB de los sectores transables se expandió 2,9%, luego del 7,5% observado en 2011. Al excluir minería ocurre algo similar en los transables. El crecimiento de los sectores no transables fue mayor, aunque también se moderó: 4,8% en 2012, frente al 6,1% de 2011 (Gráfico 18).

Gráfico 18
PIB de los sectores transable, transable sin minería y no transable
(crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La información disponible para el primer trimestre de 2013 sugiere una desaceleración en la actividad económica. En este trimestre se presentó un menor número de días hábiles.

B. PRONÓSTICO DE CORTO PLAZO PARA EL PIB

La información disponible para el primer trimestre de 2013 sugiere que la actividad económica se habría desacelerado frente a lo observado a finales del año pasado, a pesar de contar con un entorno macroeconómico menos incierto que en 2012, con una prima de riesgo-país aún estable y un crecimiento de los socios comerciales no muy diferente al del año pasado —como se señala en el capítulo I de este informe—. Conviene advertir que durante los tres primeros meses de este año hubo un número significativamente menor de días hábiles frente al mismo período del año anterior, por cuenta de la presencia de Semana Santa en marzo y no en abril (como es más usual que suceda), y porque febrero tenía un día menos frente al mismo mes de 2012. Este fenómeno estadístico afectó de manera significativa los resultados de crecimiento económico del primer trimestre.

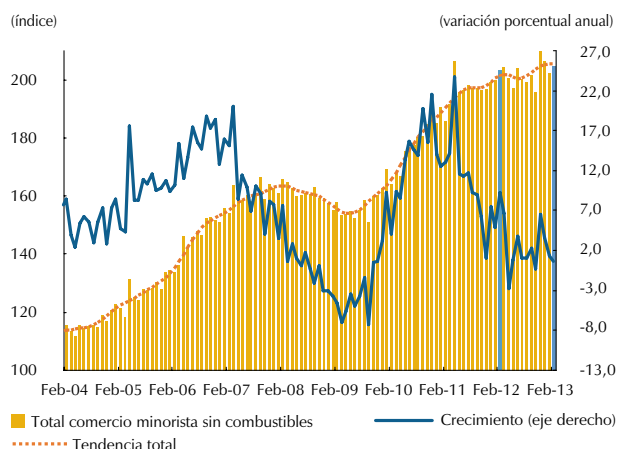
Dado lo anterior, el consumo de los hogares habría crecido a una tasa menor que la del cuarto trimestre de 2012, como se desprende de la evolución de los indicadores de gasto, ingreso y financiación de las familias. Por el contrario, se espera que el consumo del Gobierno mantenga la dinámica observada durante el año pasado, por lo que se habría expandido por encima del promedio del resto de la economía durante el primer trimestre. Asimismo, se tiene una perspectiva de aceleración en el crecimiento de la inversión, dado el comportamiento observado para las importaciones de bienes de capital entre enero y febrero (en dólares 12,5% en promedio), y la recuperación esperada de las obras civiles.

Los indicadores de consumo privado muestran que, según la información publicada por el DANE, a principios de 2013 el gasto de las familias habría sido menos dinámico que lo registrado en el cuarto trimestre. Las ventas del comercio de febrero crecieron a una tasa anual de 0,6%, menor al 1,3% de enero y al 3,3% del promedio para el cuarto trimestre de 2012. Los datos de lo corrido del año sugieren un estancamiento en las tendencias de las ventas

totales frente a lo registrado hacia finales del año pasado (Gráfico 19). Cuando se descuentan las ventas de automotores, se observan tasas anuales de crecimiento más altas (2,9%), aunque siguen siendo menores que las de finales del año pasado, por lo que se podría pensar en una expansión del consumo de bienes no durables y semidurables que también estaría por debajo de su promedio histórico.

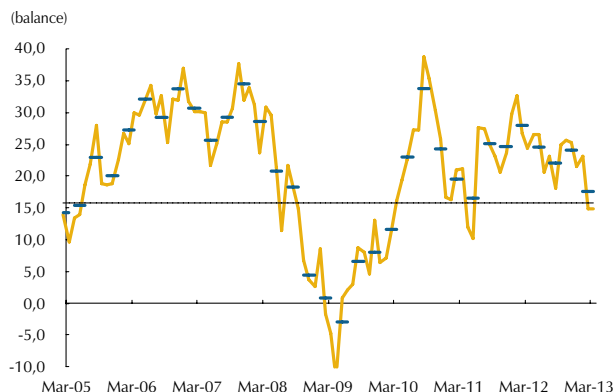
Por el lado de bienes durables, el panorama es menos alentador. Según los resultados de la muestra mensual de comercio al por menor del DANE, las ventas de vehículos automotores y motocicletas han caído en promedio 7,4% en el primer bimestre frente al mismo período del año pasado. Por su parte, las cifras publicadas por Econometría también revelan el deterioro del sector: en el primer trimestre del año se vendieron

Gráfico 19
Muestra mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles,
desestacionalizado)



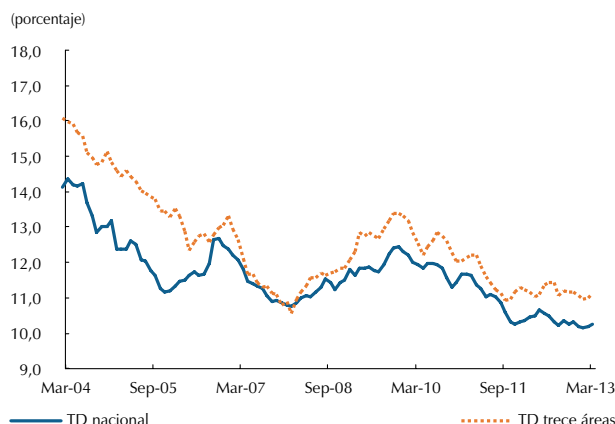
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



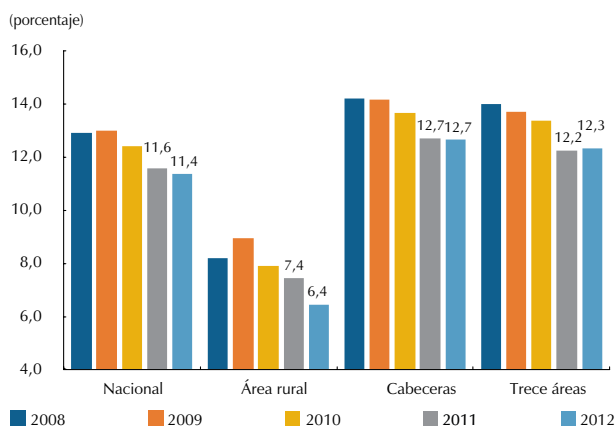
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 21
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 22
Tasa de desempleo
(trimestre móvil enero-marzo)



Fuente: DANE (GEIH).

12.185 unidades menos que en el mismo trimestre de 2012, y 14.445 menos que en el cuarto. Así las cosas, el consumo de este tipo de bienes sería considerablemente menor que el de finales de 2012.

La evolución del índice de confianza del consumidor, publicado por Fedesarrollo, es afín con lo anterior. Este indicador mostró una caída sustancial en sus niveles para los meses de febrero y marzo y se ubicó por debajo de su media histórica (Gráfico 20). Con este resultado el promedio de este índice para el primer trimestre es menor que el observado para finales del año pasado. La incertidumbre de los hogares sobre el panorama de mediano y largo plazos tampoco arroja luces sobre un mayor dinamismo del consumo de las familias en la primera mitad de 2013.

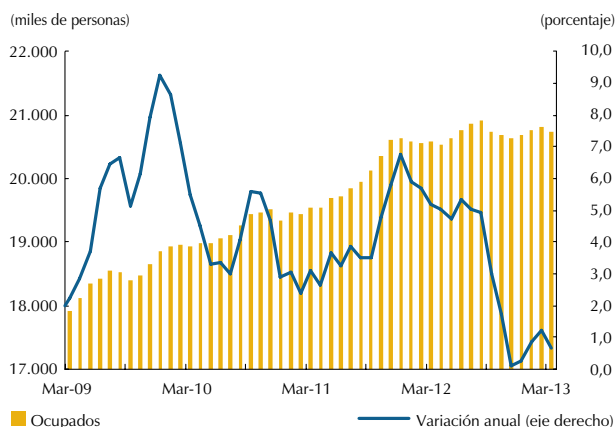
El panorama no es muy distinto en cuanto a los indicadores de ingresos y financiamiento de las familias. Si bien los términos de intercambio aún permanecen en niveles que pueden considerarse históricamente altos, en el primer trimestre del año estuvieron 2,0% por debajo de lo registrado para el mismo período de 2012, lo que obedeció a menores precios del petróleo, carbón y otros productos mineros, por lo que en el agregado el ingreso nacional por cuenta de ventas al exterior fue menor durante los primeros tres meses del año. En contraste, en el frente interno en lo corrido del año se han presentado bajas tasas de inflación, lo que, por su parte, suscita un mayor poder adquisitivo de los ingresos de las familias en términos reales.

Asimismo, los resultados recientes en materia de mercado laboral tampoco reflejan una dinámica distinta del consumo de los hogares a la que se presenta en este informe. En términos generales, el comportamiento del mercado laboral ha continuado las tendencias descritas en el *Informe sobre Inflación* anterior. Si bien el nivel de la tasa de desempleo es bajo, la velocidad a la que cae siguió disminuyendo en el primer trimestre del año (Gráfico 21). Con información del trimestre móvil terminado en marzo, la tasa de desempleo se ubicó en 11,4% para el total nacional y en 12,3% para las trece principales áreas metropolitanas (Gráfico 22).

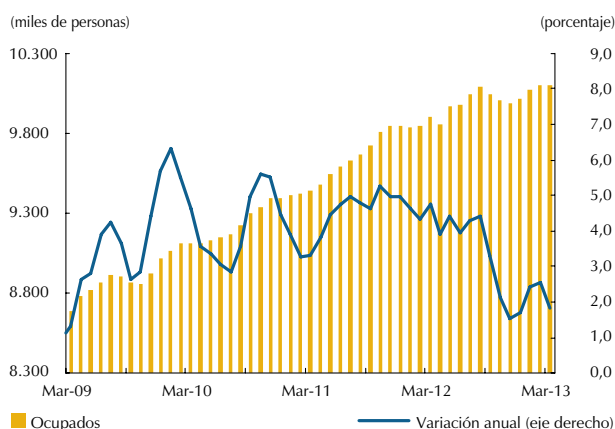
El freno en la caída de la tasa de desempleo podría asociarse con el menor dinamismo de la demanda de

Gráfico 23

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

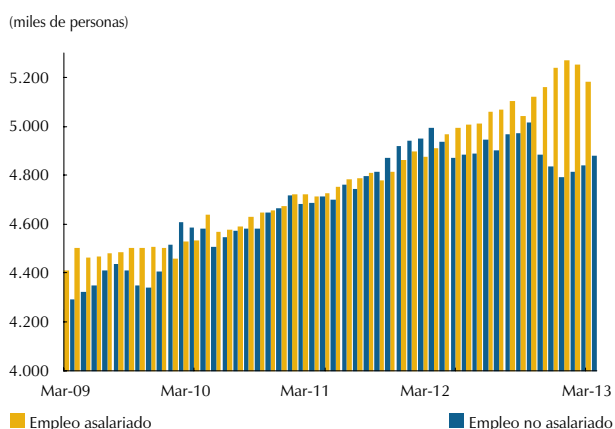


B. Ocupados en las 13 áreas
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

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



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

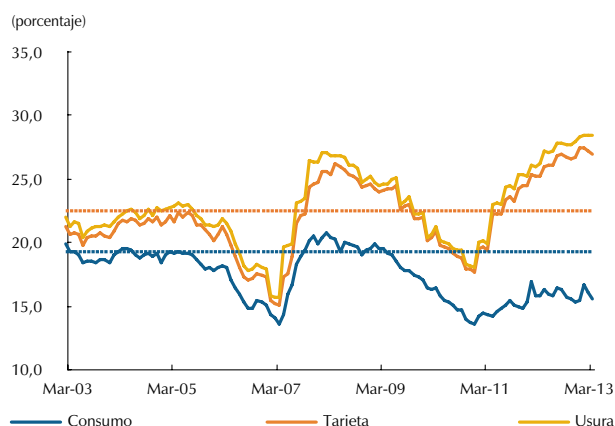
trabajo que empezó desde el cuarto trimestre de 2012. En el trimestre móvil terminado en marzo, el número de ocupados en el ámbito nacional creció solo 0,7% en términos anuales, mientras que en las trece áreas lo hizo 1,8% (Gráfico 23, paneles A y B), tasas bajas y similares a las registradas en el cuarto trimestre de 2012. Este desempeño es el resultado de caídas en el empleo no asalariado y menores crecimientos anuales del asalariado (Gráfico 24). Con información a marzo, el empleo asalariado creció a una tasa anual de 3,8%, mientras que el no asalariado cayó 0,1%.

Adicionalmente, el ritmo del crecimiento de endeudamiento de los hogares es cada vez menor. La cartera de consumo sigue desacelerándose, pues creció cerca de 16,5% en promedio durante el primer trimestre frente al 18,4% observado en el cuarto de 2012. Esto podría sugerir un consumo privado menos dinámico durante los primeros meses del año. En términos reales se confirmó esta tendencia. En contraste, cabe señalar que las tasas de interés reales para los hogares descendieron en el margen (Gráfico 25), esto por cuenta de las bajas tasas de inflación registradas entre enero y marzo.

Con respecto al desempeño de la inversión, se proyecta un crecimiento ligeramente mayor para el primer trimestre. La aceleración de la formación bruta de capital fijo supone una recuperación del rubro de obras civiles. Para este supuesto se ha tenido en cuenta que la ejecución de los presupuestos de los gobiernos nacional y locales podrían haber mejorado durante el primer tramo del año. De hecho, según cifras del Ministerio de Hacienda y Crédito Público⁸, los pagos de inversión efectuados por el gobierno nacional en el primer trimestre crecieron a tasas anuales importantes en términos nominales (54,9%), siguiendo con la dinámica observada a finales de 2012. En el caso de la inversión en construcción de edificaciones, se supone una tasa de crecimiento similar a la observada en el último trimestre del año pasado. Esto último, suponiendo que el Gobierno continuará con el programa de construcción

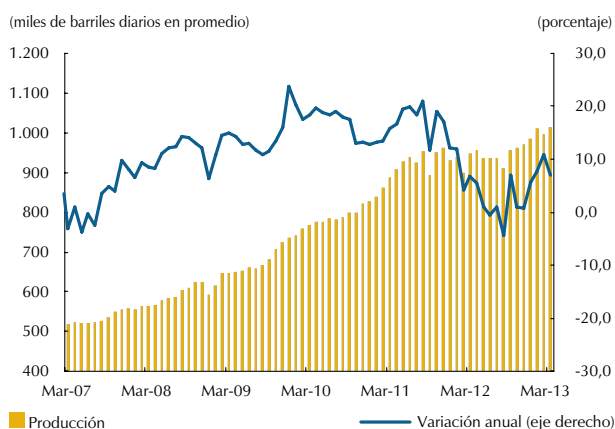
8 Para los últimos tres años las cifras de encuentran en el portal de transparencia económica (www.ptc.gov.co), administrado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). La información histórica se extrajo del sistema integrado de información financiera del MHCP.

Gráfico 25
Tasas de interés reales de los hogares
(deflactadas con el IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 26
Producción de crudo



Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos.

de vivienda de interés prioritario, junto con mejores condiciones en la adjudicación de licencias.

Por otra parte, se esperan aceleraciones en los rubros de maquinaria y equipo y equipo de transporte, en parte por la dinámica esperada para el caso de las obras civiles. Además, las importaciones de bienes de capital en pesos constantes de enero y febrero crecieron 9,0%, frente al -8,7% del cuarto trimestre.

Por el lado de la oferta, el balance de los distintos indicadores de actividad disponibles es mixto. Mientras que las cifras para la industria y el carbón continúan deteriorándose, otras relacionadas con el sector petrolero y el cafetero auguran un buen desempeño en la primera parte del año 2013.

En el caso del petróleo se registró una importante recuperación durante el primer trimestre de 2013 y se superó, en promedio, la meta del Gobierno del millón de barriles de petróleo diarios (bpd)⁹, lo que ratifica las expectativas favorables sobre el sector (Gráfico 26). Este comportamiento se explica por mejoras en las condiciones de transporte y por la estabilización de la producción en los diferentes yacimientos, lo que se sumó a menores problemas de orden público que habían afectado la producción el año pasado.

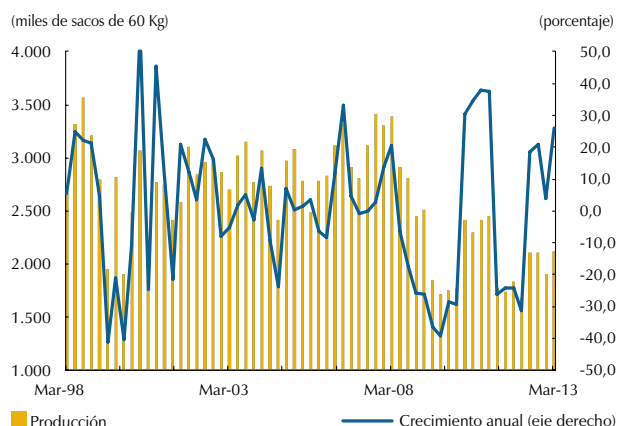
El sector cafetero reportó un crecimiento de 26% en su producción durante el primer trimestre de 2013, de acuerdo con las cifras publicadas por la Federación Nacional de Cafeteros. Esto lo ratifican las cifras de ex-

portaciones publicada por la misma entidad y por el DANE a febrero de 2013. Este comportamiento es sorprendente si se tiene en cuenta que la producción se vio afectada por un paro entre febrero y marzo. Debe mencionarse que se han renovado más de 460.000 hectáreas de cultivo en los últimos cinco años, lo que, de acuerdo con la Federación, debería traducirse en un aumento de la productividad promedio de las plantaciones. Adicionalmente, el Gobierno ha extendido al resto del año el plan de ayuda para los caficultores (cerca de \$800 miles de millones [mm]), lo que debería favorecer el desempeño del sector para todo 2013 (Gráfico 27).

En contraste, la producción del carbón ha enfrentado dos choques de oferta importantes durante el primer trimestre. En particular, se presentó una huelga de trabajadores en Cerrejón y la intervención de las autoridades ambientales a las

9 1.007.000 bpd en promedio, lo cual implica una variación anual entre 7% y 8%

Gráfico 27
Producción cafetera trimestral
(nivel desestacionalizado y crecimiento anual)



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

operaciones de la Drummond por problemas que afectaban el ecosistema durante en el transporte de carbón. Dado que estas son las dos mayores empresas del sector, todo ello impactaría fuertemente el desempeño de esta rama minera durante el primer trimestre del año 2013 y gradualmente el del resto del año¹⁰. En el escenario central se proyecta una caída alrededor de 20% de esta subrama minera. Con cifras para el primer bimestre, la caída en volúmenes de las exportaciones de carbón es 19,7%, según el DANE.

Otro sector que afronta un deterioro considerable es la industria, pues, de acuerdo con cifras del índice de producción industrial del DANE, se contrajo 3,1% en promedio durante el primer bimestre del año. Se debe señalar la presencia de un día hábil menos en febrero

(2012 fue bisiestro), lo cual exacerbó la caída, ya que al corregir por este hecho la contracción hubiera sido alrededor de 1,5% aproximadamente. Algo similar se espera ocurra en marzo con las tasas de crecimiento anual, porque en este mes se cuenta con un menor número de días hábiles frente al año anterior, debido a la presencia de Semana Santa. Por tanto, contemplando ese fenómeno estadístico de los días hábiles en marzo y lo observado a febrero, se espera una caída mayor de la producción para el trimestre completo. Asimismo, debe tenerse en cuenta que dicho efecto se revertiría en abril y, por consiguiente, se complica establecer con claridad la tendencia de la industria. En otras palabras, el retroceso de la industria podría no ser tan elevado si se descuentan los días hábiles, pero indudablemente no se puede desconocer que su desempeño en los últimos meses ha sido débil.

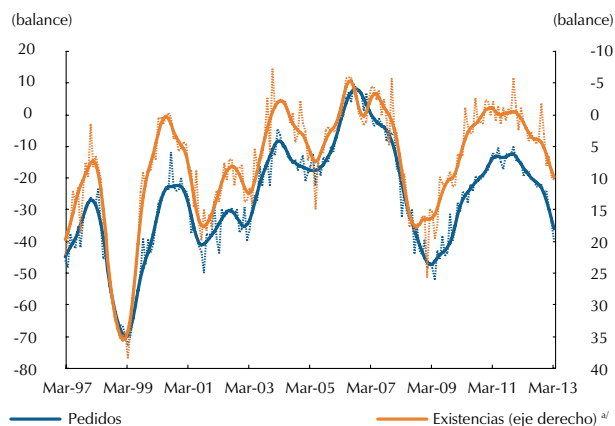
Este diagnóstico de corto plazo es ratificado por el fuerte retroceso que muestra la demanda de energía industrial durante los primeros meses del año (-2,1% en promedio entre enero y marzo, y 5,1% para ese último mes) y por el nivel relativamente bajo que a marzo presentan los indicadores de pedidos y existencias de Fedesarrollo (Gráfico 28). De igual forma, las expectativas de los industriales a seis meses continuaron deteriorándose. Todo ello apunta a que el debilitamiento de la industria perduraría por lo menos hasta finalizar la primera mitad del año.

Para otros sectores se espera una leve desaceleración y que las tasas de crecimiento sean similares a las reportadas en el cuarto trimestre, como es el caso del comercio, el transporte, y el de electricidad, gas y agua. En el primero, como se mencionó, las ventas han mostrado una significativa desaceleración en el primer bimestre (pasó de 3,3% el último trimestre de 2012 cerca de 1% entre enero

El retroceso de la industria podrá no ser tan elevado si se corrige por días hábiles, sin embargo no se puede desconocer su débil comportamiento en los últimos meses.

10 De acuerdo con algunas estimaciones realizadas por el gremio, la huelga de Cerrejón, cuya duración fue alrededor de 32 días de cese de actividades, podría tener una pérdida estimada de \$173.000 m para La Guajira y cerca de 3,2 millones de toneladas que se dejaron de producir y exportar. Por otra parte, la suspensión de cargue impuesta por la Autoridad Nacional de Licencias Ambiental (ANLA) a Drummond (veinte días de parálisis en el puerto de Santa Marta) podría reducir en 1,7 millones las toneladas que se dejaron de exportar, equivalentes a US\$140 m de exportaciones y US\$20 m de regalías.

Gráfico 28
Indicadores de pedidos y existencias de la industria



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

y febrero de 2013, en promedio). Con respecto a la segunda rama, los problemas de orden público y algunas huelgas que se presentaron afectaron el normal funcionamiento de muchas vías de tránsito terrestre y, por tanto, se espera que el valor agregado de la actividad de transporte terrestre se vea impactado. Por el contrario, el transporte aéreo continuó mostrando un gran dinamismo: el de pasajeros creció 17,6% anual, mientras que el de carga lo hizo en 4,4%, según las cifras reportadas por la Aeronáutica Civil. Para el último grupo, la demanda de energía se ha desacelerado de acuerdo con las cifras de crecimiento económico. Así, en el período enero-marzo de 2013 su expansión fue de 1,4% (en el cuarto trimestre fue de 3,7%).

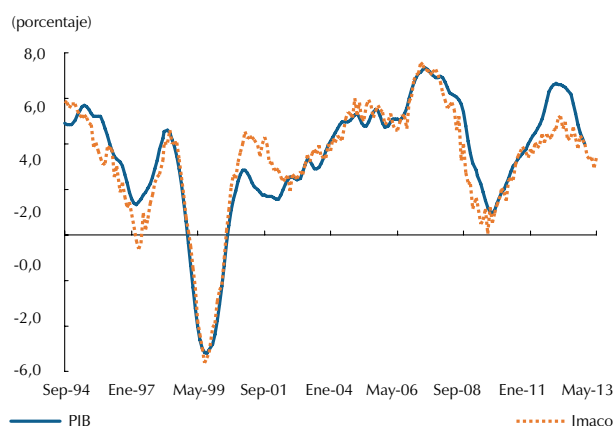
En cuanto a la construcción, los pocos indicadores disponibles sugieren comportamientos mixtos, por lo menos en el caso de la destinada a edificaciones. Las licencias de construcción mostraron un significativo repunte, al crecer en promedio 32,5% anual durante el primer bimestre del año. Como se señaló, se espera un dinamismo importante del sector, apoyado en los estímulos del Gobierno y el mejor desempeño del licenciamiento. En obras civiles, acorde con lo previamente expuesto, se espera un crecimiento positivo y superior al registrado en el cuarto trimestre de 2012.

Todo lo anterior permite prever que el crecimiento del PIB colombiano en el primer trimestre de 2013 se ubicaría entre 2% y 3,5%, con escenario más probable en el punto medio del intervalo. En resumen, se espera que la demanda interna mantenga su dinámica con relación al trimestre anterior. El comportamiento previsto para la formación bruta de capital fijo, sustentado en la recuperación de la inversión en obras civiles, junto con el desempeño del consumo público, compensarían parcialmente la desaceleración del consumo de los hogares. Las exportaciones se

desacelerarían, en parte, por los choques de oferta presentados en el sector minero y por el menor número de días hábiles, y las importaciones crecerían a un ritmo también modesto. Por ramas de actividad, las más dinámicas serían la construcción, el sector financiero, y los servicios sociales, comunales y personales. Este último, apoyado en un mayor gasto del sector público.

Por último, cabe mencionar que el indicador líder Imaco, calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a febrero, señala un crecimiento por debajo del 4% para la primera mitad del año (Gráfico 29). Es relevante anotar que esta metodología no tiene en cuenta los problemas estadísticos asociados con el impacto de los menores días hábiles. Asimismo, no contiene indicadores de sectores como la construcción

Gráfico 29
Imaco: indicador líder 5 meses del PIB^{a/}



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

o la minería, que podrían contribuir en mayor medida a la explicación del crecimiento de la economía colombiana. Todo ello podría llevar en alguna medida a subestimar la expansión del PIB de Colombia.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

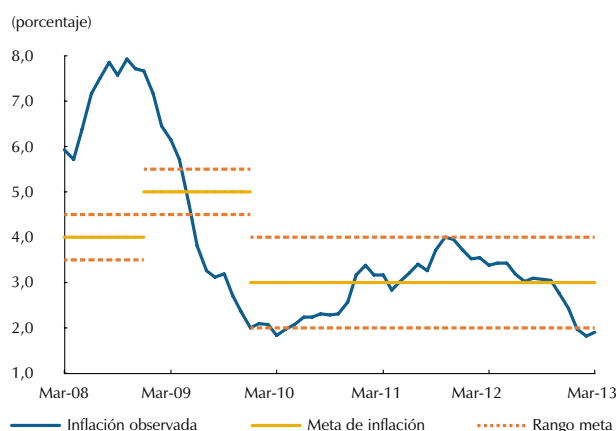
La inflación al consumidor continuó su tendencia descendente en los dos primeros meses del año, pero subió levemente en marzo. El promedio de los indicadores de inflación básica también cedió durante el trimestre.

Entre enero y marzo las principales presiones desinflacionarias se presentaron en regulados y alimentos. En los regulados la contracción fue generalizada, mientras que en los alimentos se concentró en los procesados y las comidas fuera del hogar.

La reforma tributaria, con una reducción de impuestos indirectos a los combustibles y otros productos de la canasta del consumidor, tuvo un efecto bajista pero transitorio sobre el IPC.

La inflación anual al consumidor mantuvo una tendencia descendente durante el primer trimestre de 2013, alcanzando niveles inferiores a los previstos por los analistas del mercado y por la senda central del *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2012. A marzo el resultado fue 1,91%, frente a 2,44% de finales del año pasado (Gráfico 30 y Cuadro 6). Esta cifra y la de febrero (1,83%) están por debajo del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para el año en curso y para el largo plazo (de 2% a 4%). Salvo algunas pequeñas interrupciones, la inflación al consumidor viene reduciéndose desde octubre de 2011.

Gráfico 30
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

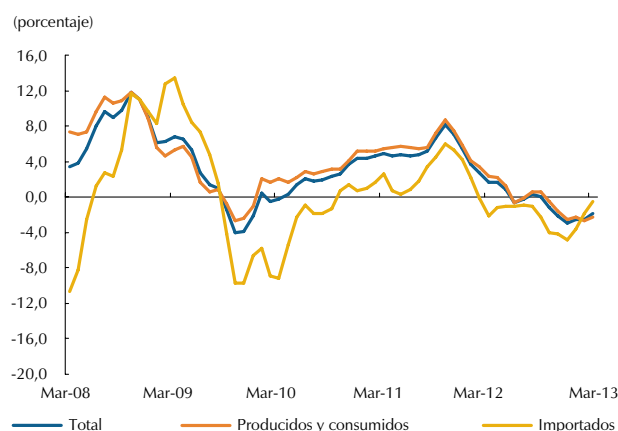
En los primeros tres meses del año, tanto los regulados como los alimentos, y en menor medida el índice de precios al consumidor (IPC) de no transables sin alimentos ni regulados, fueron los grupos que más contribuyeron a la desaceleración de la inflación. En particular, las presiones bajistas se concentraron en varios servicios públicos, en combustibles y transporte, y en los alimentos procesados junto con las comidas fuera del hogar.

El error de pronóstico en el primer trimestre fue importante y este puede atribuirse a varios factores:

- En primer lugar, la senda central de pronósticos anterior no contempló el impacto bajista sobre los precios al consumidor que produjo la reforma tributaria, por modificación del impuesto al valor agregado (IVA) a varios productos de la canasta del consumidor, aunque este sí se tuvo en cuenta en el balance de riesgos. La reforma tributaria disminuyó el IVA para algunos alimentos procesados y comidas fuera del hogar y de igual manera redujo otros impuestos indirectos en el caso del precio de los combustibles, lo que ocasionó un efecto por una sola vez en el nivel del IPC, y un impacto sobre su variación anual que se estima en 26 pb. Este último deberá revertirse a comienzos del próximo año.
- En segundo lugar, la senda central subestimó la magnitud y velocidad de la transmisión del precio internacional de los combustibles hacia algunos componentes de la canasta, tales como los precios de la gasolina, el gas domiciliario y la energía eléctrica.
- Los pronósticos anteriores tampoco anticiparon los bajos ajustes en los precios de los alimentos perecederos durante enero y febrero (tubérculos en general y algunas hortalizas), los cuales pueden explicarse por mejores condiciones de oferta, una demanda más débil, en especial por menores exportaciones a Venezuela, y costos de producción más bajos gracias a rebajas en el IVA y los aranceles para insumos agrícolas.

En general, durante el primer trimestre las presiones inflacionarias fueron pocas. La demanda interna continuó exhibiendo poco dinamismo, como ya se señaló, con una brecha del producto que se mantuvo cercana a cero, un crédito que siguió desacelerándose y con algún debilitamiento de la confianza interna y global.

Gráfico 31
IPP según procedencia de los bienes
(variación anual)

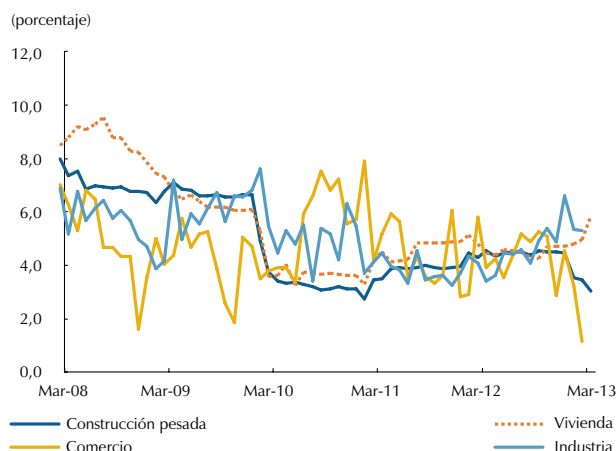


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Asimismo, los costos no salariales continuaron presentando ajustes moderados o incluso negativos. En efecto, la variación anual del índice de precios del productor (IPP) total, que en diciembre de 2011 se situaba en 5,5%, cayó a terreno negativo en diciembre de 2012 (-3,0%); y aunque repuntó algo en lo corrido de 2013, aún se mantiene en niveles negativos en marzo de 2013 (-1,9%) (Gráfico 31).

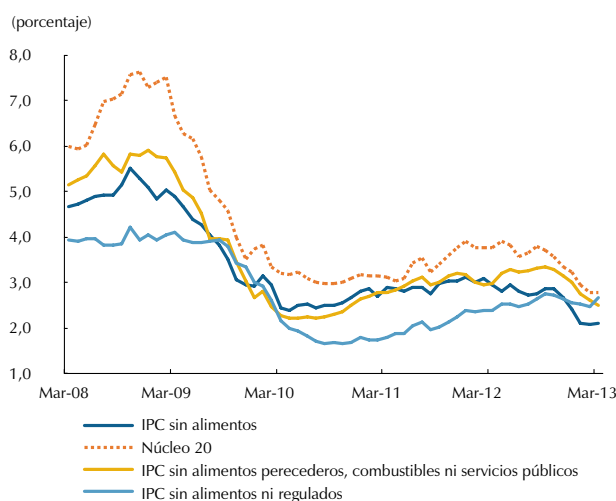
En marzo se observaron algunas presiones sobre el IPP importado, por cuenta de la depreciación del peso desde mediados de enero, pero estas fueron moderadas; la variación anual de esta subcanasta se mantuvo en terreno negativo (-0,46%). Algo similar sucedió con los precios al consumidor a través del IPC de transables, como se mencionará.

Gráfico 32
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 33
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por último, las presiones de costos salariales siguen siendo escasas. Con cifras a febrero, los salarios nominales se ajustaban a tasas entre 1,1% (comercio) y 5,3% (industria). Teniendo en cuenta las ganancias normales por productividad, las tasas más altas estarían siendo compatibles con la meta de inflación (Gráfico 32).

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica, monitoreados regularmente por el Banco de la República, cerró en marzo en 2,5%, por debajo de la cifra de diciembre de 2012 (2,85%). Este promedio viene cayendo desde octubre de 2012 (3,1%) y a partir de noviembre del año pasado se sitúa por debajo del punto medio del rango meta.

En el primer trimestre todos los indicadores, salvo el IPC sin alimentos ni regulados, cayeron con respecto a lo registrado en diciembre. El núcleo 20 (2,8%) continuó presentado el mayor nivel de todos los indicadores. En contraste, el IPC sin alimentos (2,1%) ostenta el nivel más bajo desde diciembre. El IPC sin alimentos ni regulados aumentó levemente en los últimos tres meses, al situarse en 2,7% en marzo (Gráfico 33).

En el caso del IPC sin alimentos, su reducción entre diciembre y marzo se explica, sobre todo, por la reducción de la variación anual del IPC de regulados, y en menor medida por la desaceleración observada en el IPC de bienes no transables (Cuadro 6). En el caso de los regulados, su variación anual descendió fuertemente en estos tres meses, desde 1,9% en diciembre

de 2012 a 0,2% en marzo de este año, lo que se suma a la importante caída que se había registrado a lo largo de 2012 (Gráfico 34). El comportamiento bajista se observó en todos los componentes de esta subcanasta, pero fue más marcado en el caso del precio de los combustibles, cuya variación anual pasó de 1,3% en diciembre a -1,2% en marzo, y en los servicios públicos, que pasó de 1,0% a -1,1%.

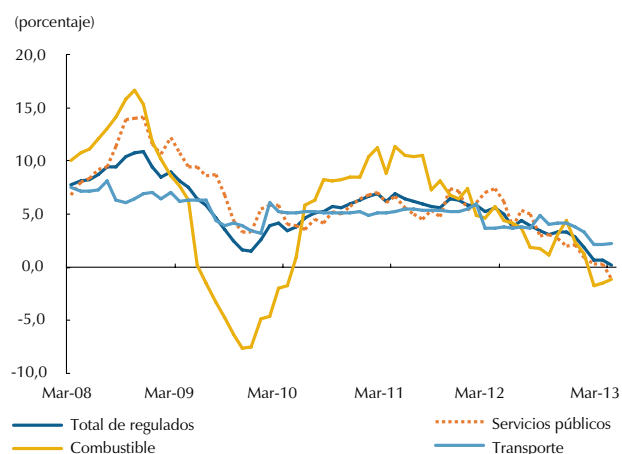
Dentro del subgrupo de servicios públicos se observaron importantes disminuciones en energía y en gas domiciliario, ambos casos con variaciones anuales negativas para marzo (-3,2% y -2,5%, respectivamente). En el caso del gas, los precios internacionales a la baja del *fuel oil*, especialmente a finales del trimestre indujeron menores ajustes en las tarifas de este servicio. Por su parte, las tarifas de energía se han visto reducidas por los menores ajustes del IPP en los últimos trimestres y porque los precios que rigen hoy los contratos de energía consideraron el estado de los

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

Descripción	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12	Ene-13	Feb-13	Mar-13
Total	3,73	3,40	3,20	3,08	2,44	2,00	1,83	1,91
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,87	2,40	2,11	2,08	2,11
Transables	0,80	0,68	1,01	1,09	0,77	0,73	0,71	1,13
No transables	3,64	3,71	3,62	4,02	3,92	3,94	3,84	3,85
Regulados	5,81	4,94	3,92	3,31	1,91	0,67	0,71	0,19
Alimentos	5,27	4,56	4,22	3,63	2,52	1,69	1,19	1,41
Perecederos	7,73	5,18	(2,04)	(2,35)	(3,90)	(5,00)	(5,58)	(1,86)
Procesados	4,50	3,69	5,12	4,33	2,83	2,19	1,60	1,25
Comidas fuera del hogar	5,59	5,87	5,52	5,21	4,90	3,88	3,60	3,21
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,87	2,40	2,11	2,08	2,11
Núcleo 20	3,92	3,76	3,56	3,71	3,23	2,95	2,78	2,78
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,18	2,99	3,23	3,33	3,02	2,76	2,60	2,51
Inflación sin alimentos ni regulados	2,38	2,38	2,48	2,74	2,55	2,54	2,48	2,67
Promedio de todos los indicadores	3,15	3,02	3,02	3,16	2,80	2,59	2,49	2,52

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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

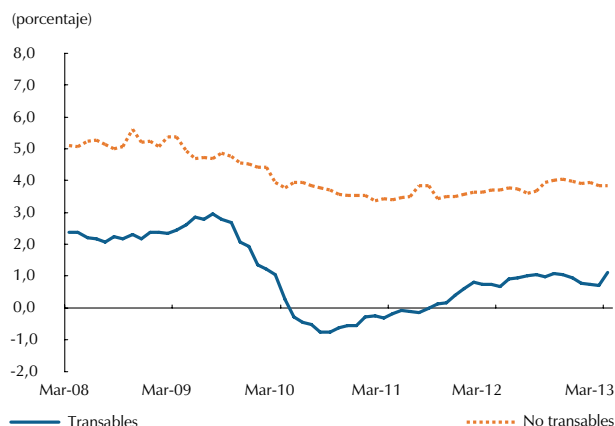


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

embalses un año o dos años atrás, cuando estábamos en pleno evento climático de La Niña, caracterizado por abundantes lluvias, lo que permitió una amplia capacidad de generación hidroeléctrica.

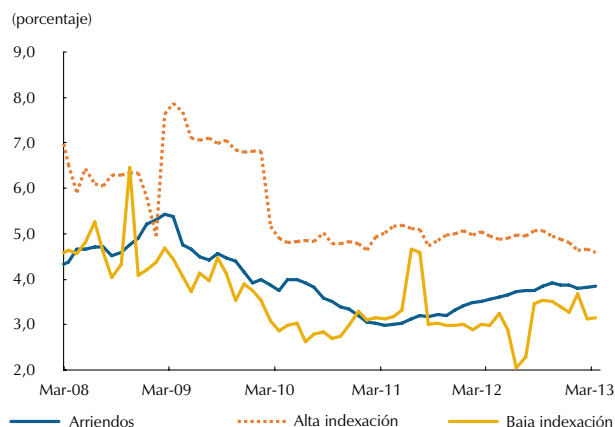
Por su parte, la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo en 3,9% a lo largo del primer trimestre (Gráfico 35). Dentro de esta subcanasta se destaca la estabilidad de los arriendos en torno de este mismo valor en los dos últimos trimestres, luego de experimentar un crecimiento sostenido desde comienzos de 2011 (3,0%). En el informe anterior se esperaba un descenso en este indicador en la medida en que la renovación de los contratos de arrendamiento debería incorporar la inflación de finales de 2012 (que fue baja), de acuerdo con la ley. Por una razón similar,

Gráfico 35
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



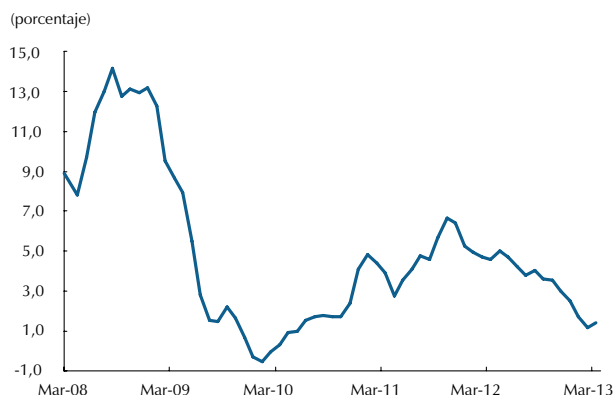
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 36
IPC de no transables
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

se esperaba que la variación anual del componente con mayor grado de indexación dentro del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, presentara una desaceleración mayor a comienzos del año frente a la que se observó (Gráfico 36).

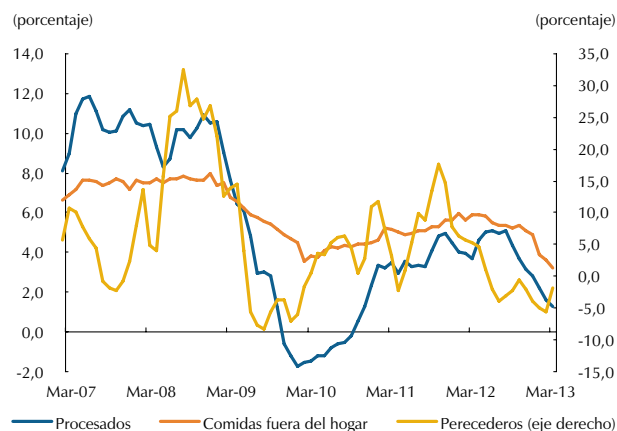
Finalmente, el componente transable del IPC sin alimentos ni regulados (1,1%) repuntó en marzo, interrumpiendo la tendencia decreciente que traía desde octubre del año pasado (Gráfico 35). Este ajuste al alza, que se concentró en dicho mes en las tarifas de telefonía, podría estar asociado con la depreciación del peso en lo corrido del año, la cual ya se habría empezado a transmitir a los precios al consumidor. Asimismo, vehículos, rubro de gran importancia en la canasta del IPC, presentó aumentos en precios, que aunque leves, contrastan con las disminuciones observadas desde hace varios meses. De todas maneras, la subcanasta de transables continuó exhibiendo ajustes anuales cercanos al 1%, como ha sucedido desde hace varios años, lo cual indica que las pocas presiones sobre los precios internacionales de los productos industriales, junto con la apreciación acumulada del peso desde mediados de 2009, han seguido siendo algunos de los factores que ayudan a explicar por qué la inflación al consumidor se mantiene en niveles bajos.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

Al finalizar el primer trimestre de 2013 la inflación anual de alimentos se situó en 1,4%, nivel inferior al de diciembre pasado (2,5%). El descenso se observó en enero y febrero, mientras que en marzo presentó un comportamiento alcista, el primero en varios meses (Gráfico 37).

Durante el trimestre solo los alimentos perecederos registraron una variación anual mayor en marzo que la observada en diciembre, aunque se mantuvo en terreno negativo. La aceleración se concentró en marzo, pues hasta febrero (-5,6%) este segmento de los alimentos venía marcando una tendencia fuertemente decreciente. Algunas hortalizas y tubérculos explican las alzas más recientes. En general, las condiciones climáticas favorecieron la oferta; además, los pocos ajustes de

Gráfico 38
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

precios observados en la segunda mitad del año pasado, parecen no haber desestimulado aún la producción, como en oportunidades anteriores. Aunque no hay evidencia clara al respecto, una posible explicación podría ser una disminución en los costos de insumos tal y como se anotó.

En el caso de los alimentos procesados y las comidas fuera del hogar, se observaron reducciones en la variación anual de sus respectivos índices, continuando con la tendencia que traían desde mediados del año pasado (Gráfico 38). La caída en los precios internacionales de algunos bienes básicos (*commodities*), junto con menores presiones inflacionarias derivadas del menor IVA para maquinaria e insumos agrícolas, así como para productos específicos como el azúcar, chocolate y pastas, contribuyeron a moderar los precios de los

alimentos procesados en lo corrido del año.

De igual manera, el precio de las comidas fuera del hogar ha venido cayendo sostenidamente desde su máximo reciente de 5,9% en abril de 2012 a 4,9% en diciembre pasado y a 3,2% en marzo. Dicho comportamiento favorable está asociado con los menores ajustes en los costos de los alimentos, servicios públicos, arriendos y salario mínimo, frente a los afrontados durante el año 2012. Además, en lo corrido de 2013, el descenso obedeció a la reducción de los impuestos indirectos, ya mencionada.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

El pronóstico de crecimiento para 2013 no se modificó sustancialmente en el presente informe. La economía colombiana crecerá este año a una tasa similar a la que se observó en 2012.

Tanto una política monetaria expansiva como un impulso fiscal importante deberán estimular el crecimiento en 2013.

El consumo de los hogares continuará creciendo a tasas similares a su promedio histórico, mientras que la inversión deberá reportar un mejor desempeño frente al año anterior.

Los pronósticos de inflación se redujeron para 2013. La inflación se mantendrá cerca del 2,0% durante gran parte del año, pero debe aumentar a finales del mismo y en 2014.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Los pronósticos de crecimiento económico para 2013 que se presentan a continuación no distan significativamente de los del *Informe sobre Inflación* pasado. Las proyecciones de crecimiento para todo el año están, en principio, relacionadas con lo que se espera que suceda en el contexto internacional (especialmente en la zona del euro y en los Estados Unidos), y con la manera como ello se transmita hacia la economía nacional. A pesar de que se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento económico para los países desarrollados y nuestros principales socios comerciales (como se explicó en el capítulo I de este informe), no se prevén riesgos de una contracción fuerte de la economía mundial que afecte considerablemente al aparato productivo colombiano. Se sigue esperando una expansión lenta de la demanda externa, similar a la observada en la segunda mitad de 2012. La reciente devaluación del bolívar en Venezuela y las menores perspectivas de crecimiento para ese país en 2013 generan riesgos a la baja sobre este escenario de pronóstico.

*Se espera una lenta
expansión de la
demanda externa.*

Para 2013 los precios del petróleo serán un poco más bajos que lo observado en 2012, sin embargo seguirán estimulando las actividades de exploración y producción.

Los precios internacionales de los bienes básicos serían en promedio un poco más bajos que los registrados durante el año pasado. Sin embargo, y en particular para el caso del petróleo, esta dinámica implica precios que seguirían estando en niveles que pueden considerarse altos y que continúan siendo rentables para las actividades de exploración y producción, sobre todo en el sector minero. Por su parte, los flujos de IED se mantendrían en niveles similares a los de 2012. A este hecho se suman unas remesas en dólares que seguirían siendo afectadas por la pobre dinámica de las economías avanzadas y que caerían con respecto a lo registrado el año pasado. No obstante, es importante señalar que las condiciones financieras internacionales seguirán garantizando un financiamiento barato en el país. Estos pronósticos no prevén choques externos que provoquen un deterioro fuerte de la confianza ni de los niveles de percepción de riesgo, como lo acontecido en el año 2009.

En el frente interno se espera que la demanda local se expanda a tasas similares a las de 2012. Entre los factores que favorecerían al dinamismo de la actividad económica estarían, en principio: i) una política monetaria que ha sido más expansiva desde hace varios meses y que, dados sus rezagos normales hacia la actividad real, tendría efectos visibles sobre el crecimiento sobre todo hacia la segunda mitad del año, y ii) un impulso fiscal este año, basado en perspectivas sobre un mayor nivel de ejecución por parte del gobierno nacional y los gobiernos locales y regionales. Esto último permite pensar en un buen comportamiento del consumo público y en especial una aceleración de la inversión destinada a construcción de obras civiles y de edificaciones en 2013.

Específicamente para el caso de obras civiles, las proyecciones incorporan mayores expectativas sobre el grado de ejecución presupuestal por parte de los gobiernos locales y contemplan la liberación de los recursos por concepto de regalías que estuvieron represados el año pasado, mientras entraba en vigencia el sistema general de regalías (SGR). También se esperan avances en el otorgamiento de licencias ambientales y en el adelanto de importantes obras de infraestructura mineroenergética y de transporte en el país. Por todo lo anterior, se proyecta que el crecimiento de este rubro se ubique por encima del observado el año pasado. En cuanto a la construcción de edificaciones, en 2013 su crecimiento debería darse a una tasa que esté por encima de la observada en 2012 (5,0%). Las perspectivas de un mejor desempeño en este tipo de inversión tienen sustento en los programas del Gobierno orientados a la construcción de vivienda de interés prioritario con fines sociales y el subsidio en la tasa de interés para créditos hipotecarios, entre otros incentivos.

Los resultados estimados para el consumo público se basan en las reducciones esperadas de los superávits fiscales de los gobiernos locales y regionales, principalmente. Esta proyección también incorpora un mayor nivel de ejecución de recursos, en especial aquellos provenientes de regalías.

Se espera un buen comportamiento del consumo público para 2013.

Por su parte, el consumo de las familias también continuaría con la dinámica que mostró durante 2012 y similares a la que se observó en promedio durante las

La mayor carga tributaria por cuenta de los impuestos locales puede afectar el ingreso disponible de los hogares.

últimas dos décadas. Se espera que las decisiones de política monetaria ya mencionadas permitan que, a pesar de su reciente desaceleración, el crédito bancario siga expandiéndose a tasas anuales importantes y garantice una amplia disponibilidad de liquidez para el mercado. Adicionalmente, las tendencias observadas en el mercado laboral, que sugieren una recomposición del empleo en favor del asalariado¹¹ (el cual suele ser más estable y mejor remunerado), también pueden contribuir a sostener la dinámica del crecimiento de este rubro a lo largo del año.

Sin embargo, existen riesgos a la baja asociados con la caída de la confianza de los consumidores durante el primer trimestre, por cuenta de unas expectativas menos optimistas para el mediano y largo plazos. Además, la carga tributaria sobre los hogares estaría aumentando, debido a los mayores impuestos locales (predial y valorización) y de renta, sobre todo para las familias de ingresos medios y altos. Esto afecta el ingreso disponible de los hogares y aumenta la incertidumbre sobre el comportamiento del gasto de las familias durante los siguientes meses.

Para la formación bruta de capital fijo diferente de obras civiles y construcción se observarían crecimientos anuales del mismo orden o ligeramente mayores que aquellos de 2012. Esto se daría, en parte, porque se mantendrían las amplias facilidades de fondeo interno y un entorno de bajas tasas de interés real para las empresas, y también por los planes de expansión e inversión anunciados por distintas firmas nacionales y extranjeras, los cuales no solo comprometen la actividad minera. Pese a ello, existe el riesgo de que el débil comportamiento de la industria influya negativamente en las decisiones de inversión privada, en especial aquella destinada a maquinaria y equipo.

Con respecto a los rubros de comercio internacional, para el caso de las importaciones se observaría un dinamismo ligeramente menor en su tasa de expansión en comparación con la de 2012. Esta desaceleración se daría en un contexto en donde durante los años recientes se ha venido dando una acumulación importante de bienes importados (en especial bienes de capital), por lo que las tasas de crecimiento en este rubro serían menores que en años anteriores. En cuanto a las exportaciones reales, las de petróleo y café deberán tener en 2013 un mejor desempeño que el del año pasado, si se cumplen las metas fijadas por el Gobierno y por la Federación Nacional de Cafeteros. Sin embargo, para el resto de exportaciones se espera una tasa similar a la de 2012, que es moderada toda vez que aún se contempla una demanda relativamente débil por parte de los socios comerciales de Colombia.

El desempeño de las exportaciones de petróleo y café mejorará en 2013.

En cuanto al PIB por ramas de actividad, se espera que los sectores de mayor crecimiento en 2013 sean la minería, la construcción, el financiero, y los servicios sociales, comunales y personales, con ritmos de expansión superiores a los de la economía en su conjunto. Asimismo, se estima que la industria reportará alguna

11 La reducción de los impuestos parafiscales a la nómina, decretada mediante la reforma tributaria que entró en vigencia este año, permite ser optimistas al respecto (véase el recuadro 3: “Posibles efectos de la reforma tributaria sobre el mercado laboral”, del *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2012).

La incertidumbre sobre el comportamiento de la industria en 2013 es elevada.

recuperación, luego de los pobres resultados observados en 2012, aunque la incertidumbre sobre su desempeño continúa siendo elevada. Otros sectores como el comercio, agricultura y el transporte mostrarían crecimientos anuales positivos, pero por debajo del 4%.

Para la minería se contempla una recuperación, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron la cadena de producción del petróleo y el carbón en 2012; sin embargo, su crecimiento no alcanzará las elevadas tasas reportadas en los años anteriores (por encima del 10%). Las cifras sobre la producción de petróleo durante el primer bimestre, mencionadas en el capítulo 2, ratifican las expectativas favorables sobre el sector. Así, de mantenerse el nivel de producción por encima del millón de barriles, esta subrama podría crecer alrededor de 8% todo el año.

En el caso del carbón, el segundo producto colombiano de exportación, la meta de producción para 2013 es de 94 millones de toneladas, luego de que se observara una cifra de 89,2 millones en 2012. Esta actividad presentaría una aceleración frente a lo registrado el año anterior, aunque no recuperaría las tasas de crecimiento de más de dos dígitos de años anteriores. Dichas proyecciones incluyen los choques de oferta presentados al inicio del año.

Por último, el PIB del sector financiero continuaría mostrando un desempeño importante, gracias a la dinámica del valor agregado generada por la intermediación financiera, consecuencia del todavía relativamente alto crecimiento del crédito bancario. Si bien este comportamiento del crédito tenderá a moderarse frente a lo observado el año pasado, continuará siendo elevado. Algo similar puede preverse para el próximo año en la medida en que los niveles de bancarización en Colombia aún son bajos, comparados con otros países de la región y, por tanto, hay espacio para una mayor cobertura de los servicios de intermediación. La rama de servicios sociales, comunales y personales también se expandiría de manera importante, acorde con una mayor contribución del gasto público realizado por el GNC y por los entes regionales.

En el caso de la industria la tendencia observada en la segunda mitad de 2012 y el pobre desempeño de enero y febrero de 2013 (–3,1%) ensombrecen la perspectiva sobre el comportamiento de esta rama para el primer trimestre. Pese a que los industriales han diversificado sus destinos de exportación y han realizado cuantiosos esfuerzos por renovar su capacidad instalada (buscando mejoras en la productividad), varias industrias enfrentan una demanda externa que se está debilitando y una mayor competencia de las importaciones, de acuerdo con la más reciente encuesta de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI).

El menor número de días hábiles afectará el crecimiento de la industria en el primer trimestre, pero esta situación debe revertirse hacia el segundo.

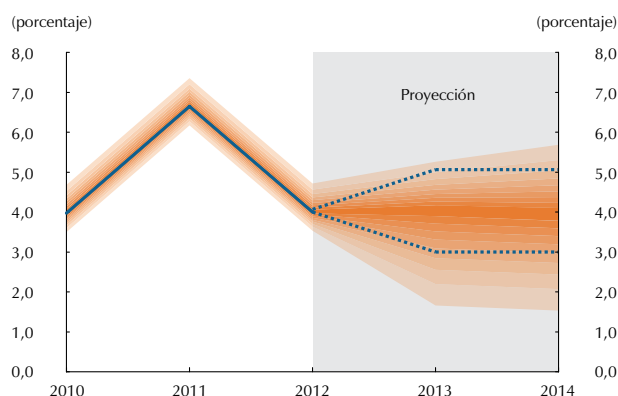
Como se mencionó en el capítulo II, el problema de los días hábiles afectaría la industria en el primer trimestre, pero esta situación se revertiría en el segundo trimestre. Hacia la segunda parte del año se espera que las mejores condiciones internas permitan un aumento adicional de la producción sectorial. Así las cosas,

para todo 2013 se prevé un crecimiento positivo pero moderado de la industria, lo cual implica una tímida recuperación frente a lo observado en 2012.

Con respecto a otras ramas, en todo 2013 las proyecciones contemplan una expansión moderada en transporte y comercio, con tasas de crecimiento inferiores a las de la economía en su conjunto.

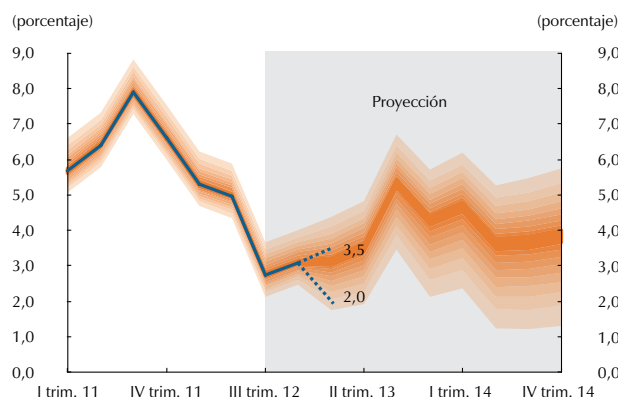
Con base en todo lo anterior, la proyección en el escenario más probable se situó alrededor de 4,3% para 2013, con un rango entre 3% y 5% (hace tres meses era de 2,5% a 4,5%). La amplitud de este intervalo continúa siendo elevada, como se aprecia en el balance de riesgos o *fan chart* (Gráfico 39). Esto obedece no solo a la alta incertidumbre asociada con el contexto externo, sino también con la de la inversión de las obras civiles, la cual ha mostrado una alta volatilidad en el pasado, acompañada de fuertes revisiones de las cifras observadas. El piso y el techo del intervalo de pronóstico están relacionados con el escenario bajo y alto del contexto internacional, presentado en el capítulo I.

Gráfico 39
Fan chart del crecimiento del PIB
(promedio anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 40
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral

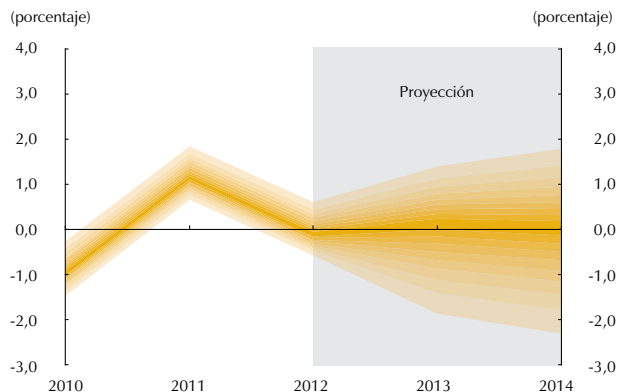


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los *fan chart* de crecimiento (gráficos 39 y 40) sugiere una mayor importancia de los riesgos a la baja, lo que apunta a una probabilidad no despreciable de que la expansión del PIB en 2013 se ubique por debajo de la senda central. Los principales riesgos bajistas están asociados con el contexto internacional, que se traducen en sesgos a la baja en la demanda externa, las transferencias y la confianza de los agentes. Los riesgos alcistas están asociados principalmente con reducciones de costos de materias primas importadas y un mejor desempeño de la inversión y del consumo públicos. Cabe resaltar que el pronóstico no contempla plenamente los efectos del nuevo plan de impulso a la productividad y el empleo (PIPE), promovido por el Gobierno, por lo que un riesgo al alza para el crecimiento de la economía colombiana podría provenir de un mayor impulso fiscal que el contemplado en la senda central de pronóstico.

Según las estimaciones de la brecha del producto (Gráfico 41), en 2013 esta se ubicaría en terreno positivo, aunque no por mucho. De acuerdo con el Gráfico 41, en 2013 la brecha se ubicaría en el intervalo entre -1,9% y 1,4%. Esto representa una brecha un poco mayor, que la observada para 2012. Esta senda también es más alta que la estimada para el informe trimestral anterior y es consistente con las últimas revisiones del crecimiento del PIB y sus proyecciones presentadas en este informe.

Gráfico 41
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En cuanto a la brecha del mercado laboral, esta continúa las tendencias descritas en los informes anteriores, manteniéndose en terreno negativo como se observa desde 2011, año en el que el desempeño se ubicó por debajo de la tasa consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés). Aunque el valor negativo de este indicador implica posibles presiones inflacionarias (la brecha del mercado laboral se interpreta de manera opuesta a la del producto), estas serán menores hacia 2013, pues se espera un dato más cercano a cero este año.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

La senda central de pronóstico presentada en el informe anterior no preveía un descenso de la inflación anual al consumidor a comienzos de 2013. Esta situación llevó a una revisión a la baja de los pronósticos para los próximos trimestres que, sin embargo, no se hizo extensiva hacia el próximo año, cuando la inflación deberá converger hacia el 3%, de manera similar a como acontecía anteriormente.

Los nuevos pronósticos muestran una senda central que se mantendría levemente por encima del piso del rango establecido por la JDBR (de 2% a 4%) durante los próximos dos trimestres, pero a partir del cuarto trimestre de este año adoptaría una tendencia ascendente hacia el 3%, la meta puntual de la autoridad monetaria. De todas maneras, para finales de 2013 la inflación al consumidor se situaría por debajo de lo que se había anticipado hace un trimestre y continuaría claramente por debajo de la meta en cuestión.

El menor pronóstico durante 2013 tiene en parte su explicación en la reducción de algunos impuestos indirectos (especialmente IVA) que se presentó en los primeros dos o tres meses del año por cuenta de la reforma tributaria que entró en vigencia en enero. Su efecto no se contempló en la senda central de pronóstico del *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2012, pero sí se incluyó en el balance de riesgos que la acompañaba.

El efecto directo de la reforma tributaria sobre el nivel de precios y del IPC es por una sola vez, en el momento de su aplicación, pero se sentirá sobre la variación anual durante doce meses. Las estimaciones presentadas sugieren que este habría sido de 26 pb, por lo que la inflación anual debe reflejar este impacto hasta finales de este año o hasta comienzos del primer trimestre de 2014. A partir de ese momento el efecto directo tiende a desaparecer y la inflación debería retornar al nivel observado con anterioridad al choque, si todo lo demás permanece constante. Existen efectos indirectos vía menores expectativas de inflación

El menor pronóstico de la inflación para 2013 se explica, en parte, por la reducción de algunos impuestos indirectos.

Menores precios internacionales para el petróleo y las materias primas también explican el descenso del pronóstico de inflación.

y menores costos de producción, que son más difíciles de estimar y que pueden tener un efecto más duradero.

Además de la reducción de los impuestos indirectos, el cambio en el pronóstico central obedeció a otros factores que ejercerán presiones tanto a la baja como al alza sobre la inflación. En primer lugar, el incremento del precio internacional del petróleo de comienzos de año no se transmitió al precio interno de la gasolina. Además, para lo que resta del año se proyecta unas menores cotizaciones para el crudo, los alimentos y otras materias primas que las implícitas en el informe anterior. Este cambio tiende a reducir la proyección del IPC de regulados vía menores ajustes en los precios internos de la gasolina, el gas domiciliario, la energía eléctrica y el transporte.

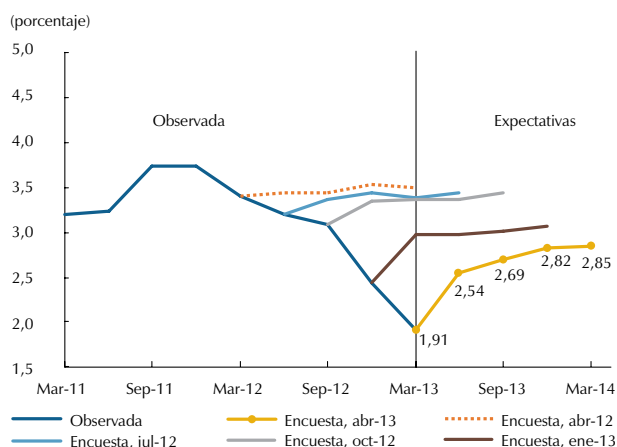
Menores precios del petróleo y otras materias primas también implican costos de producción y de transporte más bajos en general, lo que se refleja en ajustes más moderados en los precios de un gran número de bienes de la canasta del consumidor, tanto transables como no transables. En la misma línea, precios internacionales más bajos en el caso de los alimentos significan un nivel inferior para los precios de los productos importados por el país frente a lo previsto hace un trimestre. Todo ello, siempre y cuando las presiones por cuenta de la depreciación del peso sean leves, como se supone en este informe.

Otro factor que tendió a reducir los pronósticos fueron unas expectativas de inflación que disminuyeron en los primeros tres meses del año y que se sitúan por debajo de la meta del 3%, lo que puede frenar ajustes de precios y salarios en los próximos meses. Según la más reciente encuesta trimestral efectuada por el Banco de la República a empresarios, la inflación esperada a diciembre de 2013 es 2,8% y a doce meses es de 2,9%; la encuesta trimestral anterior mostró una cifra de 3,1% para diciembre (Gráfico 42). Igualmente, según la encuesta mensual del

Banco a los analistas del mercado financiero, aquellas expectativas se redujeron de 2,8% a 2,5% en el primer trimestre, aunque a doce meses permanecieron alrededor de 2,9% (Gráfico 43). Por último, las estimaciones derivadas de las tasas de interés de los TES también muestran una reducción de las expectativas hacia niveles cercanos a 2,6% (Gráfico 44).

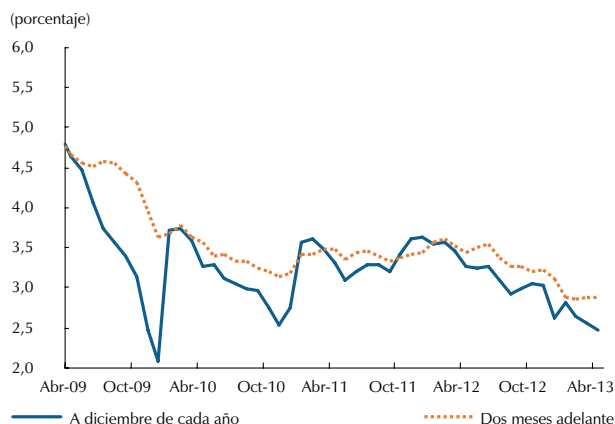
Asimismo, a comienzos de año los aumentos salariales habrían sido menores que los observados el año pasado, sobre todo en sectores intensivos en mano de obra poco o medianamente calificada como construcción y comercio. Esta situación, que puede mantenerse el resto del año debido a la reforma tributaria a través de unos menores parafiscales, implicará pocos aumentos en costos laborales para los empresarios y por lo tanto presiones inflacionarias más reducidas que las consideradas antes.

Gráfico 42
Inflación observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, nueve y doce meses)
(inflación anual)



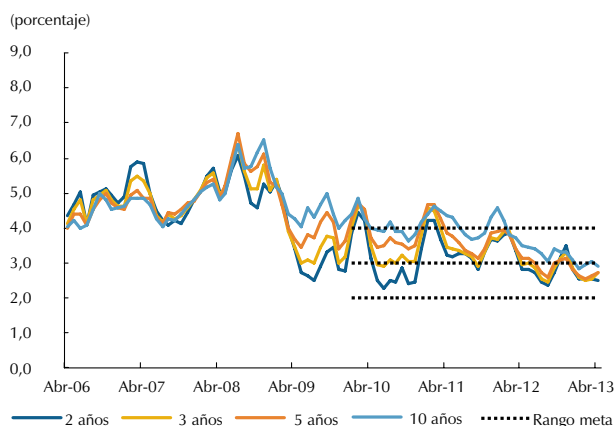
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 43
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 44
Expectativas de inflación derivadas de los TES
(a dos, tres, cinco y diez años)
(promedio mensual)^{a/}



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

Las presiones a la baja que se acaban de enumerar fueron parcialmente compensadas por unas estimaciones de brecha que sugieren que la economía presenta menores excesos de capacidad productiva que los contemplados en el informe de diciembre. Los pronósticos de inflación nuevos incluyen una brecha del producto que para 2013 se situaría en promedio en +0,11%, mientras que hace un trimestre se consideraba un valor de -0,21%. Como se explicó, la razón para este cambio tiene que ver con la importante revisión al alza que se dio en la cifra de crecimiento de 2011 y en un resultado para 2012 que superó las previsiones. A ello se suma una senda central de PIB proyectado para 2013 ligeramente mayor que la obtenida en el informe anterior. El cambio en la estimación hacia una brecha todavía positiva ejerció alguna presión alcista en los pronósticos, la cual se hace evidente en especial hacia finales de este año y en 2014.

Dado todo lo anterior, en esta ocasión las mayores revisiones en los pronósticos nuevamente ocurrieron en los IPC de alimentos y de regulados. En el primer caso se espera que la variación anual se mantenga por debajo del 2,0% durante los próximos dos trimestres y a partir del cuarto ascienda hacia el 3,0%, para situarse en torno de esta cifra en 2014. El bajo registro que se prevé en lo que resta del año se apoya en unos precios de alimentos importados que se ajustarán poco en este período gracias a las escasas presiones internacionales, aunque un poco más que en el pasado reciente, debido a la depreciación del peso observada desde mediados de enero.

También, se prevén condiciones favorables para la oferta agrícola durante lo que resta del primer semestre, lo que debe impedir un aumento significativo en los precios de los alimentos perecederos en los próximos meses. Sin embargo, para el segundo semestre, y especialmente en el cuarto trimestre, deberán observarse alzas que responden al ciclo normal de la oferta y de los precios de esta subcanasta. Los precios de estos productos pueden seguir mostrando comportamientos menos sincronizados que lo usual, como sucede desde el año pasado.

Cabe señalar que para el caso de la carne de res es posible que se presenten algunas alzas debido a que el sector parece estar entrando en una fase de retención durante la cual disminuye el sacrificio y se frena el crecimiento de la oferta de carne. No obstante, hay que tener en cuenta que el menor crecimiento que se espera para la demanda que proviene de Venezuela, entre otras razones por la devaluación del bolívar en enero, puede compensar parcialmente esta oferta menos favorable.

La rebaja al precio de la gasolina efectuada en mayo no se incluyó en la senda central de pronóstico.

Con respecto a los regulados, la nueva senda central de inflación contempla una variación anual para esta subcanasta que se mantiene por encima de 1,0% en los próximos dos trimestres y que luego asciende hasta alcanzar niveles alrededor del 3,0% en 2014. Se espera un aumento en el segundo trimestre (desde 0,2% observado en marzo), que se explica también por una baja base de comparación en igual período del año pasado, cuando se efectuaron rebajas discrecionales en algunos servicios públicos.

Se esperan pocos ajustes en las tarifas de gas domiciliario y de la gasolina, dados los supuestos de precios internacionales de los combustibles ya mencionados. Sin embargo, la rebaja para el precio de la gasolina (por \$144 por galón) ordenada por el Gobierno para mayo no se incluyó en las proyecciones actuales. Por otro lado, las tarifas de acueducto, alcantarillado y aseo comenzarían a reducirse en Bogotá después de mitad de año, debido al menor costo que implicaría el nuevo esquema de recolección de basuras de la ciudad, según la administración local.

Tanto en el caso de alimentos como de regulados, el efecto de la reducción de impuestos indirectos debe perdurar solo hasta finales del año en curso. A comienzos de 2014 dicho factor desaparecerá y ello produce algún salto en la variación anual de ambas subcanastas que se observa también en la senda central para la inflación total.

Para las otras dos subcanastas —transables y no transables sin alimentos ni regulados— se presentaron aumentos en los pronósticos que fueron leves y no compensaron las disminuciones en regulados y alimentos, por lo menos en 2013. En el caso de transables, la depreciación observada desde enero y los resultados del primer trimestre por encima de lo previsto elevaron los pronósticos para el resto del año. Aun así, la variación anual de este índice se mantiene por debajo del piso del rango meta a lo largo del presente año y de buena parte del próximo.

El aumento en la proyección de no transables, por su parte, obedeció a la revisión de la brecha del producto y se dio pese a las menores expectativas de inflación contempladas en el modelo y a la incidencia más baja de la indexación. La variación anual de este índice converge lentamente hacia el 3% en los próximos ocho trimestres, como sucedía en el informe de diciembre, pero con un nivel mayor, manteniéndose por encima de 3,5% en lo que resta del año.

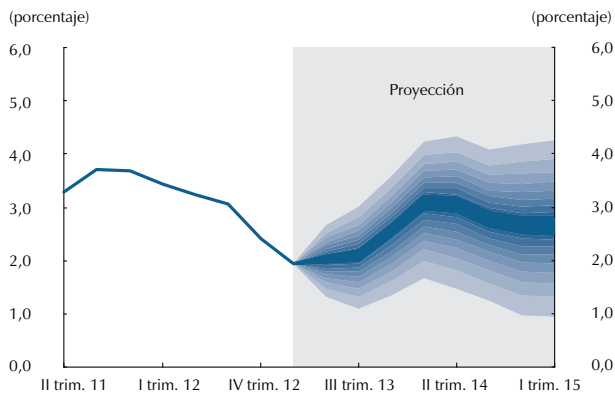
2. Balance de riesgos

El balance de riesgo sobre la inflación continúa sesgado a la baja.

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 45 y 46. La alta incertidumbre relacionada con el comportamiento de la inversión en obras civiles, del consumo público y del contexto internacional (por sus posibles efectos sobre la tasa de cambio), del precio de los bienes regulados y del dinamismo de la demanda

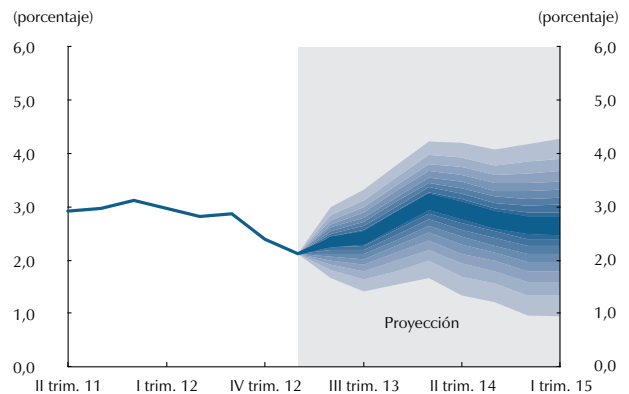
interna, han llevado a mantener una amplitud importante en los intervalos para 2013 y 2014 en este informe, similar a la del reporte anterior. El balance de riesgos continúa sesgado a la baja.

Gráfico 45
Fan chart de la inflación total



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 46
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

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

Un menor crecimiento mundial al previsto en la senda central de pronóstico: A pesar de las mejores condiciones financieras en la zona del euro y del buen desempeño en el sector privado en los Estados Unidos, aun persisten riesgos importantes que pueden llevar a un crecimiento de estos países y al del conjunto de nuestros socios comerciales menor que el contemplado en el escenario central. Por un lado, el ajuste fiscal en los Estados Unidos, representa un lastre importante al desempeño económico, cuyo efecto puede estar subestimado, aun teniendo en cuenta el mayor dinamismo que estaría ganando el sector privado. En cuanto a Europa, la lenta transmisión de las mejoras financieras al sector real implica que la recesión podría perdurar más que lo previsto, a lo que se suman los riesgos no despreciables de un mayor deterioro en la actividad real de Francia y Alemania, así como de una mayor incertidumbre política. La economía china también enfrenta riesgos a la baja si tiene en cuenta su desempeño reciente, que ha sido menor que el esperado, en parte por causa de la baja demanda de exportaciones originada en la zona del euro. Un menor crecimiento mundial se reflejaría en la economía colombiana en menores ingresos por exportaciones debido a una demanda más baja; adicionalmente, disminuirían los términos de intercambio y habría menores entradas de capital. Si bien en el momento de materializarse estos riesgos se podría observar un aumento del riesgo país con una aceleración de la depreciación, que tendría algún impacto inflacionario, las consecuencias sobre la demanda y los costos y el efecto deflacionario de ambos deberán pesar más, tal como ocurrió en 2009.

El aumento de la carga tributaria sobre los hogares puede tener un impacto bajista sobre la demanda y, por esta vía, sobre la inflación.

Una transmisión más rápida y completa de las disminuciones en los precios de materias primas: En el contexto de una menor demanda mundial debido a un

Un riesgo al alza sobre la inflación se origina en posibles aumentos en los precios de los alimentos perecederos.

crecimiento económico débil, se podría seguir observando una disminución importante en los precios de las materias primas, que podrían ser incluso reforzadas por condiciones de oferta más amplias en los mercados de dichos bienes¹². Esta situación, a pesar de estar contemplada en la senda de pronóstico del escenario central, podría transferirse a los precios locales de forma más plena y rápida que lo previsto, como parece haber sucedido recientemente. En particular, esta situación tendría efectos importantes en el precio de los bienes regulados, sobre todo en el de los combustibles y también en el de otros bienes y servicios estrechamente conectados con este.

Menor consumo privado por reducciones en el ingreso disponible de los hogares: El aumento de la carga tributaria en los hogares, por mayores impuestos locales (impuesto predial y valorización) puede tener un efecto bajista en la demanda agregada, y por esta vía sobre la inflación. Este choque podría estar siendo subestimado en la senda de inflación presentada en este informe.

Un menor dinamismo de la inversión en minería: En el escenario central se incluye un buen comportamiento de la inversión en obras relacionadas con la minería, sustentado en precios de *commodities* todavía altos. Aunque el nivel de precios internacionales es alto desde una perspectiva histórica, en este informe se pronostican descensos para este y el próximo año. Esta tendencia podría extenderse hacia el largo plazo, lo cual puede reducir las decisiones de inversión en este sector. A esto se suma el problema relacionado con la aprobación de licencias ambientales, el cual podría seguir retrasando el inicio de obras.

Por su parte, los principales riesgos al alza son:

Un dinamismo mayor al esperado en la demanda interna: Existe la posibilidad de un dinamismo mayor al esperado en la demanda interna, debido a un mayor consumo público e inversión como resultado del programa PIPE, anunciado por el Gobierno recientemente. Los efectos de este programa, que solo están incluidos en la senda central de pronóstico de una manera parcial, tendrían una influencia positiva sobre el crecimiento, en especial en 2014, por encima de lo contemplado.

Ciclo agropecuario y su efecto en el precio de los alimentos: A pesar de que la disminución en los precios internacionales de materias primas tendría efectos a la baja en el IPC, aun persiste un riesgo al alza en el precio de los alimentos perecederos, relacionada con el ciclo agrícola. A la fecha no se puede descartar un aumento en estos precios por encima de los previstos, debido a un ritmo más lento de crecimiento de la oferta en los próximos trimestres, como consecuencia de los precios relativamente bajos que pueden estar percibiendo los productores desde finales de 2012. De igual manera, existe alguna evidencia que sugiere que el sector

12 Debido a la producción de hidrocarburos no convencionales en los Estados Unidos, el aumento de la producción en Irak, y las mejoras en la producción canadiense (desaparición de cuellos de botella en transporte y la posible construcción del oleoducto hacia el Golfo de México). Al respecto véase Economist Intelligence Unit (2013). “World Commodity Forecasts: Industrial Raw Materials”, abril.

ganadero estaría entrando en fase de retención, lo que tiende a elevar el precio de la carne de res, un ítem que tiene una importancia significativa en el IPC (2,5%). Aunque las alzas serían transitorias y los precios deberían retornar a sus niveles usuales en algunos trimestres, el fenómeno podría tener un impacto más permanente sobre la inflación al consumidor, si las expectativas resultan afectadas.

Finalmente, aunque la ponderación de los distintos riesgos en los *fan chart* muestra un sesgo a la baja, la probabilidad de que en 2013 y 2014 la inflación total se ubique en un rango entre 2% y 4% sigue siendo alta, aunque la mayor parte del tiempo se ubicaría por debajo de la meta de largo plazo (3%). Cabe señalar que la senda de pronóstico presentada en este informe supone una política monetaria activa, con tasas de interés que se ajustan para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación en el largo plazo.

Recuadro 2

TRANSMISIÓN DE LA TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA A LAS TASAS DE INTERÉS BANCARIAS

Ximena Chavarro
Deicy Cristiano*

El grado y la velocidad con que se transmiten los cambios en la tasa de interés de política a las diferentes tasas de interés de mercado son factores importantes en un esquema de inflación objetivo. En efecto, en los distintos canales de transmisión de la política monetaria, una adecuada reacción de las tasas de mercado ante las acciones del banco central es un paso intermedio necesario para llegar al objetivo final: conducir la inflación a la meta (3%) en un entorno de crecimiento sostenible de largo plazo. En particular, la efectividad del canal de crédito y el canal de la tasa de interés —mediante los cuales las decisiones de política se transmiten a la oferta de crédito y a las tasas de interés de mercado—, depende de las condiciones económicas presentes y de la estructura y condiciones propias del sistema financiero. Factores como el riesgo de crédito, la destinación de los recursos, la existencia o no de colateral, la calidad de la cartera, entre otros, afectan la transmisión y generan una sensibilidad diferencial entre las distintas modalidades de crédito, motivando un análisis específico para cada una de ellas.

A su vez, los distintos plazos a los cuales son colocados y captados los recursos en la economía, representan un punto de referencia en el análisis de la transmisión. La importancia de evaluar por separado los créditos de corto, mediano y largo plazos se fundamenta en la naturaleza de la demanda de crédito. Esta última está constituida por factores que responden a diferentes necesidades de financiación de los hogares y las empresas, tales como requerimientos de liquidez, recursos para inversión productiva, consumo, libre inversión, adquisición de bienes durables, entre otros. Por su parte, la transmisión a los diferentes horizontes de captación depende de las necesidades de fondeo de las entidades financieras y la existencia de sustitutos de financiamiento.

Teniendo en cuenta lo anterior, en este documento se evalúa el grado de transmisión acumulada de la reducción reciente de 150 pb¹ en la tasa repo, mediante un análisis de sensibilidad y de plazos a las tasas de interés de mercado, entre julio de 2012 y marzo de 2013. En el análisis no se incluye la última reducción de 50 pb realizada el 22 de marzo pasado, en la medida en que la transmisión no es inmediata. Debido

al rezago, la última reducción debe evaluarse al menos con los datos de las tasas de mercado del mes de abril, no disponibles para este documento.

Análisis de sensibilidad

Una aproximación para evaluar el grado de transmisión de la tasa de política a las tasas de interés de captación y colocación, consiste en analizar la sensibilidad a los cambios en la tasa de referencia en diferentes períodos de expansión y contracción de la política monetaria. Al comparar la sensibilidad a lo largo de los períodos, se pueden obtener algunas intuiciones acerca del comportamiento de las tasas de interés en diferentes momentos del ciclo económico. Lo anterior implica que, si bien algunas conclusiones generales pueden obtenerse, los resultados deben ser interpretados a la luz de las condiciones económicas presentes en cada período y de la postura de la política monetaria.

Para medir el efecto acumulado de los ciclos de aumentos o reducciones en la tasa de política para cada período, se calcula el cambio acumulado mes a mes en la tasa de mercado como proporción del cambio acumulado en la tasa de política. Esta proporción se corrige para tomar en cuenta la dirección del cambio, de tal manera que en los momentos en los que las tasas de mercado reaccionan en sentido contrario a la tasa de política, la sensibilidad es nula. De igual manera, debido al rezago en la transmisión, al momento del primer anuncio de política las tasas de interés de mercado son contrastadas con las tasas observadas en el momento justo antes del siguiente anuncio. Esto permite que exista un período de al menos un mes para que las tasas de mercado reaccionen a los cambios en la tasa de referencia.

El Gráfico R2.1 presenta la sensibilidad acumulada de las principales tasas de colocación a los anuncios de política entre mayo de 2006 y marzo de 2013. Se evalúan cuatro períodos establecidos según la postura de política monetaria: los períodos de contracción son representados por la franja oscura y la franja más clara describe períodos de expansión.

Valores por debajo de 1 son considerados de baja sensibilidad (menos que proporcional), mientras que valores superiores representan una alta sensibilidad (más que proporcional).

Resultados

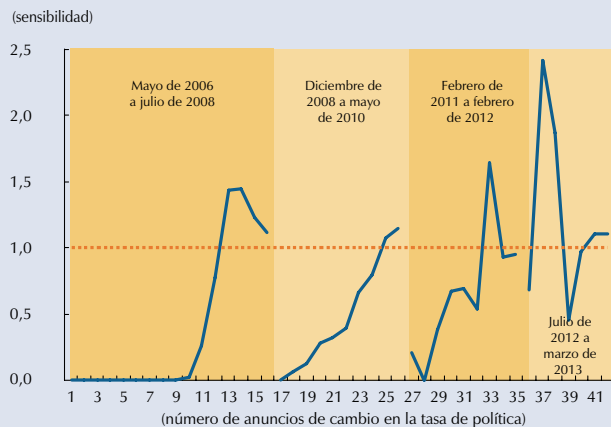
El crédito de consumo presenta una sensibilidad similar tanto en los períodos de contracción como en los de expansión. Para el período más reciente se observa un incremento en la

* Las autoras son profesionales del Departamento Técnico y de Información Económica. Las opiniones expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva, pues son de su entera responsabilidad.

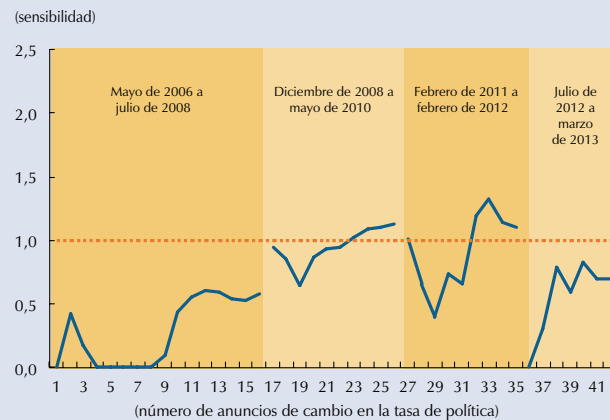
1 Consideramos su nivel inicial en julio de 2012 (5,25%) frente a su valor observado en febrero de 2013 (3,75%).

Gráfico R2.1
Sensibilidad de las principales tasas de colocación frente a la tasa de política

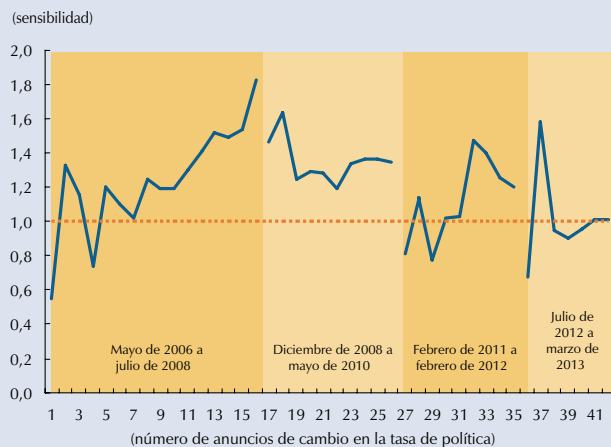
A. Tasa de consumo mensual



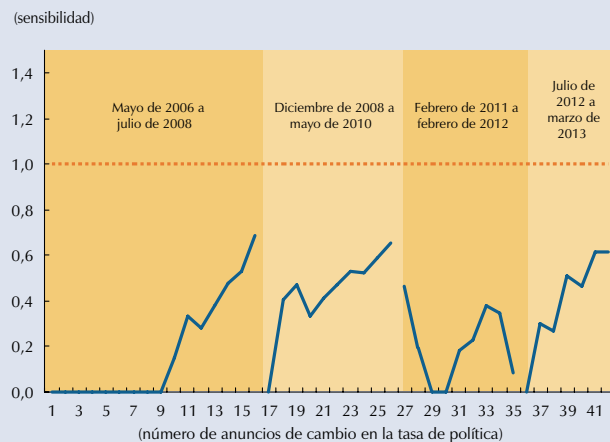
B. Tasa del crédito ordinario mensual



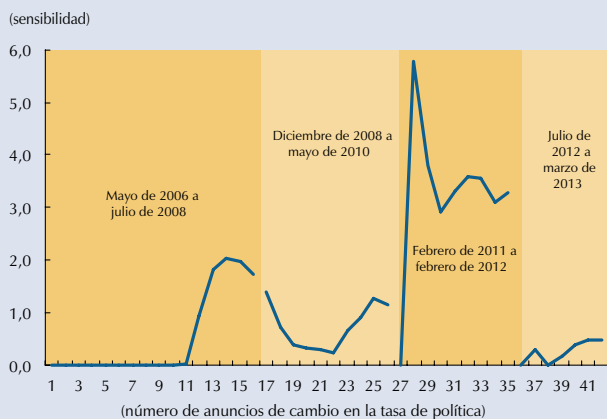
C. Tasa preferencial mensual



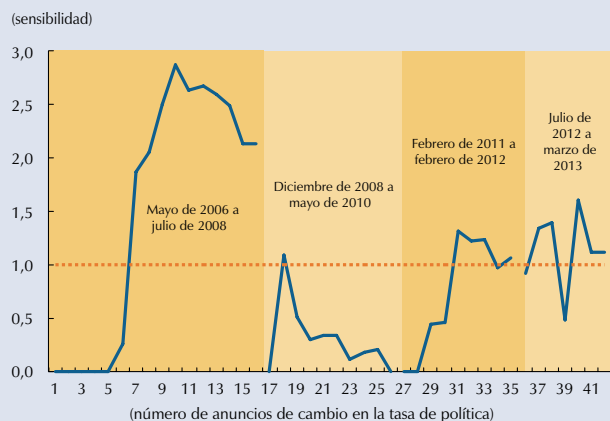
D. Tasa de hipotecario mensual



E. Tasa de tarjeta de crédito mensual



F. Tasa de microcrédito mensual



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de las autoras.

sensibilidad, explicado por una reducción importante en la tasa de consumo en el mes de diciembre, situación que se reversó durante enero. A partir de entonces, la sensibilidad ha alcanzado valores cercanos a 1,10, siendo uno de los créditos que más ha reaccionado a la reducción en la tasa de política (Gráfico R2.1, panel A).

En cuanto al crédito ordinario de la línea comercial, se observa que en gran parte del período la sensibilidad es menos que proporcional a los cambios en la tasa de política. Cuando se contrastan los dos períodos de expansión (diciembre de 2008 a mayo de 2010 y julio de 2012 a marzo de 2013), se observa que la sensibilidad durante el primero fue mayor a la que se observa en el período actual, durante el cual se ha mantenido alrededor de 0,7.

Por su parte, la tasa del crédito preferencial es una de las tasas activas que más ha reaccionado ante anuncios de cambios en la tasa repo, como se observa en el panel C del Gráfico R2.1. La reacción es más que proporcional en todos los períodos, excepto entre julio de 2012 y marzo de 2013, cuando el comportamiento de la tasa ha sido similar a la variación acumulada en la tasa de política.

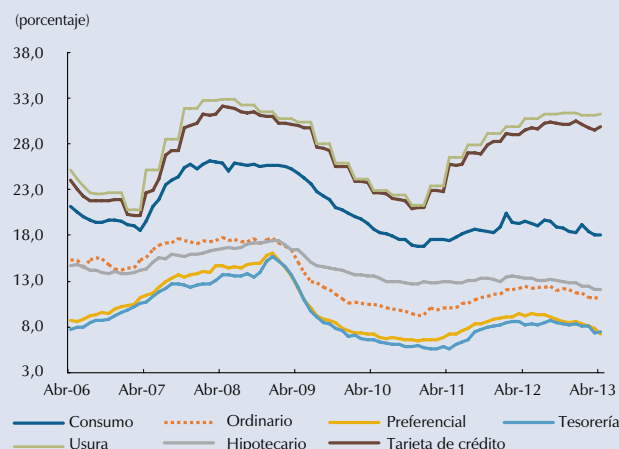
El crédito hipotecario presenta una reacción gradual y lenta, inferior a 1 a lo largo de todos los períodos analizados. Este comportamiento puede estar explicado por la naturaleza de este tipo de crédito, sus plazos más largos y la existencia de colateral (Gráfico R2.1, panel D).

Con respecto a la tasa de tarjeta de crédito, la sensibilidad es mayor en los períodos de contracción frente a los de expansión, exhibiendo el menor grado de sensibilidad en el período reciente. Cabe anotar que esta tasa de interés es considerablemente más alta que las tasas de los demás créditos de consumo, debido a su alto riesgo y por la falta de colateral y de control en el destino del crédito. Adicionalmente, esta tasa de interés sigue de cerca el comportamiento de la tasa de usura, que por su metodología de cálculo permanece en niveles altos (Gráfico R2.2)

Finalmente, de todas las tasas activas, la tasa de microcrédito² es la que más ha reaccionado en los últimos meses del período actual. Es importante destacar que esta línea de crédito muestra grados de sensibilidad diversos en cada uno de los períodos, lo cual puede estar relacionado con la alta volatilidad en sus colocaciones.

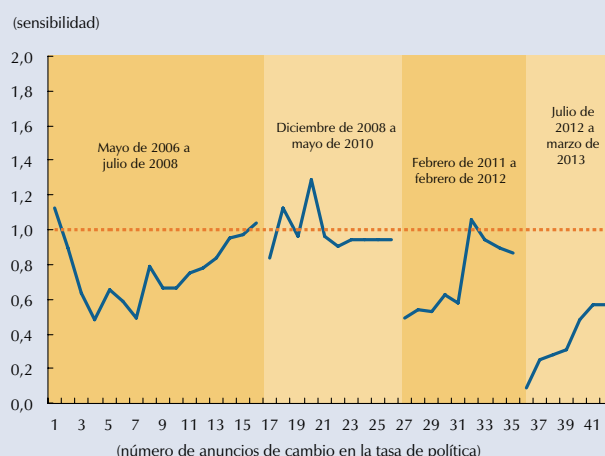
El Gráfico R2.3 presenta los resultados en materia de sensibilidad para la tasa DTF. En el último período la sensibilidad acumulada a los ajustes en la tasa de intervención ha sido

Gráfico R2.2
Tasas de interés activas



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de las autoras.

Gráfico R2.3
Sensibilidad de la DTF frente a la tasa de política



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de las autoras.

lenta y aún es inferior al cambio acumulado en la tasa de política. Esta situación contrasta con lo observado entre diciembre de 2008 y mayo de 2010, cuando la reacción fue inmediata y en promedio igual a 1.

Análisis por plazos de los efectos de la política monetaria

Tasas de interés de consumo: al analizar la composición de los desembolsos por plazos, la participación más alta en esta modalidad, entre julio de 2012 a marzo de 2013, corresponde a desembolsos pactados entre tres y cinco años³. En este

2 Esta tasa excluye los desembolsos del Banco Agrario debido a que un porcentaje importante de estos se realizó a tasas subsidiadas, relacionadas con operaciones de Finagro.

3 Este plazo no contempla los desembolsos a tres años.

plazo se registró una reducción de 111 pb (Cuadro R2.1). Aunque la mayor reducción para consumo se observa en el corto plazo (-375 pb), este horizonte tiene la menor participación dentro de la tasa de consumo agregada y presenta una alta volatilidad.

Tasas de interés comercial: dentro de las tasas comerciales la de mayor reacción a los cambios en la tasa repo para el período de análisis es la tasa preferencial, la cual registra una disminución de 152 pb. Por su parte, el crédito ordinario disminuyó su tasa en 104 pb y el de tesorería en 110 pb. La mayor concentración de los desembolsos tanto en ordinario como en preferencial se presenta en créditos de corto plazo. Para el caso del crédito ordinario, este horizonte exhibe la menor sensibilidad. En el caso de tesorería, el plazo entre quince y treinta días tiene la mayor participación y la menor sensibilidad (Cuadro R2.2).

Tasas de interés de crédito hipotecario: las tasas de adquisición de vivienda también han reaccionado; sin embargo, se ha dado en menor medida frente a las tasas de los demás tipos de crédito (-92 pb). Las tasas en pesos se han reducido en menor magnitud que en UVR; esta última está afectada por la caída de la inflación. Por otro lado, las tasas para créditos no VIS han reaccionado más que las destinadas a VIS (Cuadro R2.3).

Tasas de interés de tarjetas de crédito: dentro de las tasas activas, las de tarjetas de crédito son las que han reaccionado menos (-73 pb). Las tasas de los avances en efectivo y las compras entre dos y seis meses son las que menos han caído y son los plazos que más participación tienen en los desembolsos (Cuadro R2.4).

Tasas de interés de microcrédito: a marzo de 2013 la tasa de microcrédito se sitúa 167 pb por debajo de su valor observado en julio de 2012, siendo la tasa activa con mayor descenso en el período de expansión actual. Este comportamiento se observa también por plazos, los cuales exhiben sensibilidad superior a 1, excepto en el plazo entre tres y cinco años, en el cual el comportamiento de la tasa de interés ha estado en contravía con la postura de la JDBR, por lo cual, la sensibilidad es 0 (Cuadro R2.5).

Tasas de interés de captación: el Cuadro R2.6 presenta la información de captación para los principales plazos. Allí se observa que las captaciones a más largo plazo (360 y más de 360 días), son las que mayor sensibilidad han presentado y representan el 30% de las captaciones totales. Por su parte, la DTF (noventa días) ha sido una de las tasas que ha reaccionado en menor magnitud ante cambios en la tasa de política, lo cual puede afectar la sensibilidad de las tasas de créditos comerciales (ordinario), en la medida en que un alto porcentaje de estos son desembolsados a tasa variable.

Conclusiones

Los movimientos de las tasas de colocación de las diferentes modalidades de crédito y de las principales tasas de captación sugieren reducciones similares a las de la tasa de política en las tasas de CDT total (-137 pb), consumo (-165 pb), preferencial (-152 pb) y microcrédito (-167 pb). Por su parte, las tasas que exhiben una menor reacción son, en su orden, tarjetas de crédito (-73 pb), DTF (-87 pb), hipotecario (-94 pb) y ordinario (-104 pb).

En el análisis de la transmisión a las tasas activas por plazos no se observa un comportamiento generalizado entre las diferentes modalidades de crédito. No obstante, al analizar la sensibilidad, teniendo en cuenta los efectos de composición, se encuentran algunas intuiciones acerca de su impacto en la sensibilidad de las tasas agregadas. En el caso de las tasas de CDT, la mayor reacción se registró en los plazos más largos (360 días y más de 360 días). Sin embargo, únicamente el plazo superior a 360 días ha tenido una reacción más que proporcional al cambio en la tasa de política.

En cuanto a los resultados agregados, el análisis presentado muestra un grado de transmisión en las tasas activas superior al observado en las tasas pasivas. Este comportamiento sugiere una reducción en el *spread* entre las tasas de colocación y las tasas de captación y cierto grado de rigidez en la estructura de fondeo de las entidades del sistema financiero, conjeturas que motivan un análisis más detallado sobre las condiciones actuales de la demanda y oferta de crédito de la economía.

Cuadro R2.1
Créditos de consumo

	Tasas de interés de crédito de consumo				
	Consumo total	< = 1 año	1 < x <= 3 años	3 < x <= 5 años	Más de 5 años
Inicial (julio de 2012)	19,66	24,01	23,92	18,74	17,24
Final (marzo de 2013)	18,01	20,26	22,85	17,63	16,18
Diferencia (pb)	-165	-375	-107	-111	-106
Sensibilidad (150 pb)	110%	250%	71%	74%	71%
Participación		3%	20%	39%	37%

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de las autoras.

Cuadro R2.2
Créditos comerciales

A. Crédito ordinario

	Tasas de interés de crédito ordinario				
	Ordinario total	< = 1 año	1 < x <= 3 años	3 < x < = 5 años	Más de 5 años
Inicial (julio de 2012)	12,29	12,50	12,87	13,36	11,14
Final (marzo de 2013)	11,24	11,57	11,41	12,33	9,85
Diferencia (pb):	-104	-93	-146	-102	-129
Sensibilidad (150 pb)	70%	62%	97%	68%	86%
Participación		47%	21%	9%	23%

B. Crédito preferencial

	Tasas de interés de crédito preferencial				
	Preferencial	< = 1 año	1 < x <= 3 años	3 < x < = 5 años	Más de 5 años
Inicial (julio de 2012)	9,30	8,85	9,78	10,19	10,13
Final (marzo de 2013)	7,78	7,40	8,07	8,11	9,05
Diferencia (pb):	-152	-145	-171	-207	-108
Sensibilidad (150 pb)	101%	97%	114%	138%	72%
Participación		65%	13%	6%	17%

C. Tesorería

	Tasas de interés de crédito de tesorería			
	Tesorería	1 y 5 días	6 y 14 días	15 y 30 días
Inicial (julio de 2012)	8,51	8,13	7,79	8,56
Final (marzo de 2013)	7,40	6,81	6,67	7,66
Diferencia (pb):	-110	-132	-112	-90
Sensibilidad (150 pb)	74%	88%	75%	60%
Participación		8%	9%	83%

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de las autoras.

Cuadro R2.3
Crédito hipotecario

	Tasas de interés de crédito hipotecario				
	Adquisición no VIS	No VIS (pesos)	No VIS (UVR)	VIS (pesos)	VIS (UVR)
Inicial (julio de 2012)	13,02	13,06	12,51	13,13	11,99
Final (marzo de 2013)	12,10	12,18	10,91	12,55	11,15
Diferencia (pb):	-92	-88	-159	-58	-84
Sensibilidad (150 pb)	61%	59%	106%	38%	56%
Participación		67%	7%	19%	8%

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de las autoras.

Cuadro R2.4

Tarjetas de crédito

	Tasas de interés de tarjetas de crédito a personas naturales					
	Tarjeta de crédito	Avances	2 < x <= 6 meses	6 < x <= 12 meses	12 < x <= 18 meses	> 18 meses
Inicial (julio de 2012)	30.27	30.66	30.85	30.54	30.71	29.23
Final (marzo de 2013)	29.54	30.46	30.71	30.02	29.90	27.64
Diferencia (pb):	-73	-20	-14	-52	-81	-159
Sensibilidad (150 pb)	49%	14%	9%	35%	54%	106%
Participación		34%	28%	16%	2%	20%

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de las autoras.

Cuadro R2.5

Microcrédito

	Tasas de interés de microcrédito				
	Microcrédito	< = 1 año	1 < x <= 3 años	3 < x <= 5 años	Más de 5 años
Inicial (julio de 2012)	37,01	40,65	37,25	29,92	36,38
Final (marzo de 2013)	35,34	38,27	35,36	32,12	34,70
Diferencia (pb):	-167	-238	-189	220	-168
Sensibilidad (150 pb)	111%	159%	126%	0%	112%
Participación		13%	75%	11%	1%

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de las autoras.

Cuadro R2.6

Tasas de interés de captación

	Tasas de interés de captación					
	Total captación	CDT < 90 días	CDT 90 días (DTF)	CDT 180 días	CDT 360 días	CDT más de 360 días
Inicial (julio de 2012)	6,08	2,74	5,45	5,90	6,46	7,06
Final (marzo de 2013)	4,71	2,15	4,60	4,81	5,06	4,95
Diferencia (pb):	-137	-60	-85	-109	-140	-210
Sensibilidad (150 pb)	91%	40%	56%	73%	93%	140%
Participación		5%	21%	17%	7%	23%

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de las autoras.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA DE LARGO PLAZO

En 2012 el déficit en cuenta corriente se amplió, la tasa de cambio real continuó apreciándose y los índices de precios de la vivienda volvieron a registrar crecimientos altos. El crédito real per cápita se desaceleró, pero al final de año presentó una tasa de expansión anual superior a la de su promedio histórico. En conjunto, estos indicadores sugieren que es probable que en 2012 se haya incrementado la acumulación de desbalances macroeconómicos.

En lo corrido de 2013 el crédito continuó desacelerándose y desde febrero la tasa de cambio real se depreció. En la medida en que esta última tendencia se mantenga y se alcance un nivel sostenible en el largo plazo, los ingresos de los hogares crezcan más que su endeudamiento, se modere el incremento de los precios de la vivienda y se reduzca el déficit de cuenta corriente, la economía disminuiría las vulnerabilidades que ha acumulado en los últimos años.

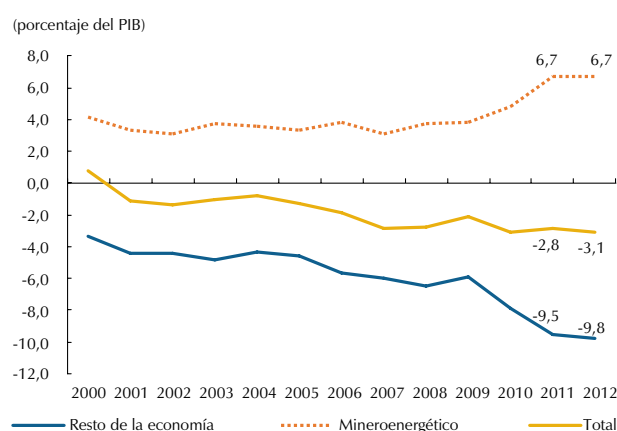
Las recientes crisis de los Estados Unidos y de Europa han puesto de manifiesto la importancia del papel de las autoridades económicas para anticipar y prevenir desequilibrios macroeconómicos, con el fin de evitar futuras crisis. Es así como identificar posibles sobrevaloraciones de los activos, excesos de crédito, déficits en cuenta corriente no sostenibles o desalineamientos de la tasa de cambio real de su nivel de largo plazo se vuelve relevante en la formulación de política. En episodios recientes algunos de estos desbalances se han observado en países con inflaciones bajo control y crecimientos cercanos al potencial. De esta forma, dentro de un esquema de inflación objetivo con un horizonte amplio, y ante la posible formación de algunos de estos desequilibrios, los ajustes en la política monetaria deben ser graduales para así evitar riesgos en la estabilidad macroeconómica de largo plazo.

Dada la dificultad para pronosticar con certeza la formación de dichos desbalances, se hace necesario monitorear con alguna frecuencia las variables económi-

cas mencionadas, así como comunicar de manera oportuna su seguimiento con el fin de corregir o, al menos, evitar la profundización de estos desequilibrios. En este sentido, el presente capítulo analiza algunas de las variables económicas consideradas como fundamentales para detectar desequilibrios macroeconómicos. En la última sección se presenta la actualización del índice de desbalances macroeconómicos (IDM) para Colombia, el cual es una herramienta de alerta sobre las posibles vulnerabilidades de la economía.

A. CUENTA CORRIENTE

Gráfico 47
Cuenta corriente sectorial



Fuente: Banco de la República.

El déficit en la cuenta corriente del país pasó de 2,8% del PIB en 2011 a 3,1% en 2012. Dada la estabilidad en el superávit del sector minero energético (6,7% del PIB), la ampliación del desbalance externo se explica por un deterioro del resto de la economía, cuyo déficit pasó de 9,5% del PIB a 9,8% (Gráfico 47).

En 2012, a diferencia de lo ocurrido un año atrás, no se observó un aumento en el déficit comercial del resto de sectores ni en los egresos netos de renta factorial, pues estos fueron similares en términos del PIB a los registrados en 2011. El deterioro del balance externo se dio por una disminución de 0,3 pp del PIB de las transferencias corrientes netas, resultado tanto de menores entradas por remesas de trabajadores y transferencias

al Gobierno como de mayores salidas (Gráfico 48). Para 2013 la tendencia de menores ingresos puede continuar, dada la debilidad en la actividad económica de los países en los que se originan estos flujos: España y los Estados Unidos, principalmente.

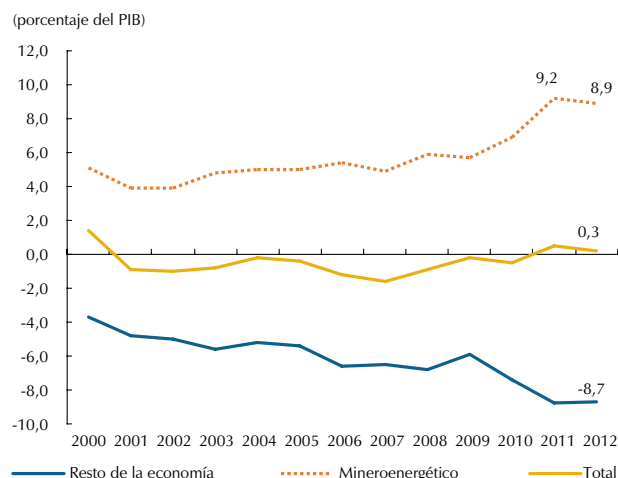
De acuerdo con las proyecciones de la balanza de pagos presentadas en el primer capítulo de este informe, en 2013 el déficit de la cuenta corriente se ampliaría. Lo anterior, junto con un PIB en dólares que crecería menos que lo observado en 2012, una inflación baja y una leve depreciación, implicaría un deterioro de la relación de la posición de inversión internacional (PII) del país frente a PIB (Gráfico 49).

B. TASA DE CAMBIO REAL

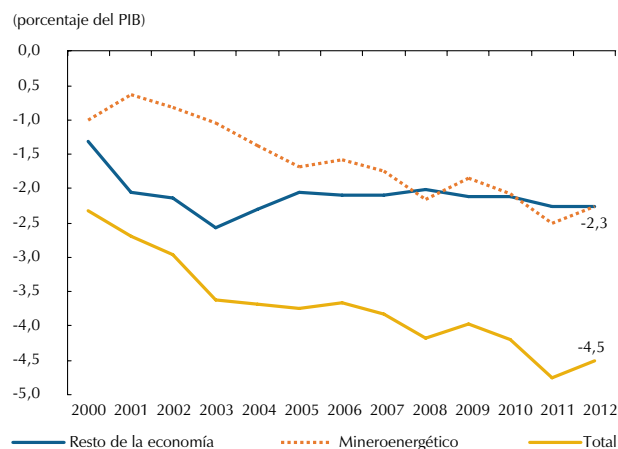
En lo corrido del año a abril¹³ la tasa de cambio real ha presentado una tendencia hacia la depreciación (Gráfico 50). En promedio, el índice de tasa de cambio real, medido con el índice de precios al productor (ITCR-IPP), se ha depreciado

Gráfico 48

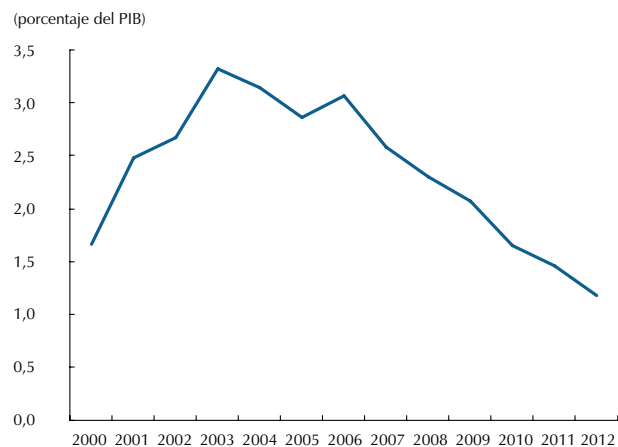
A. Balanza comercial



B. Renta factorial



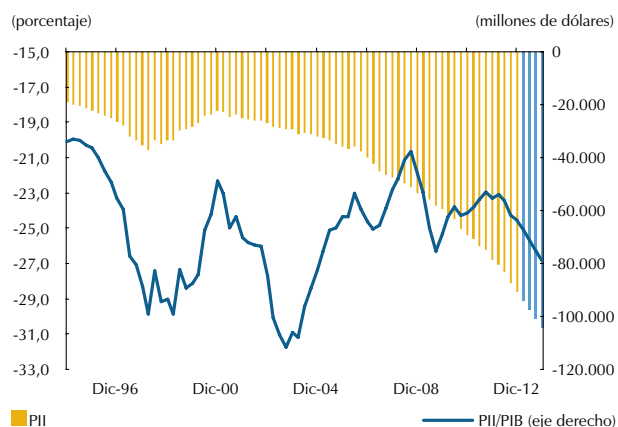
C. Transferencias



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 49

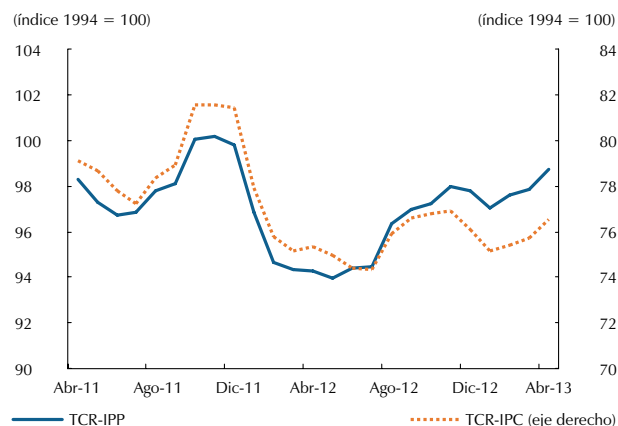
Posición de la inversión internacional (PII)



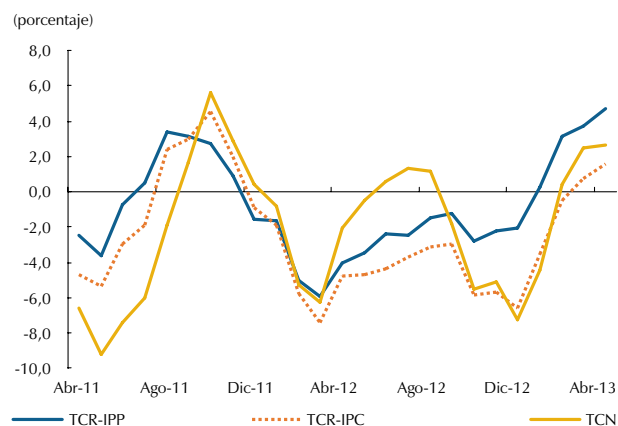
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 50

A. Tasa de cambio real

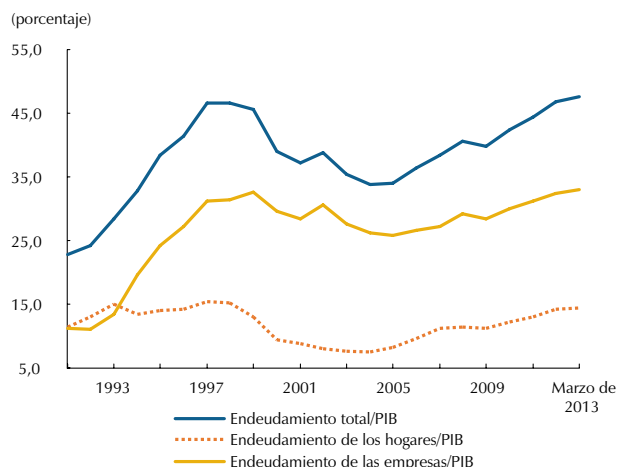


B. Variación anual



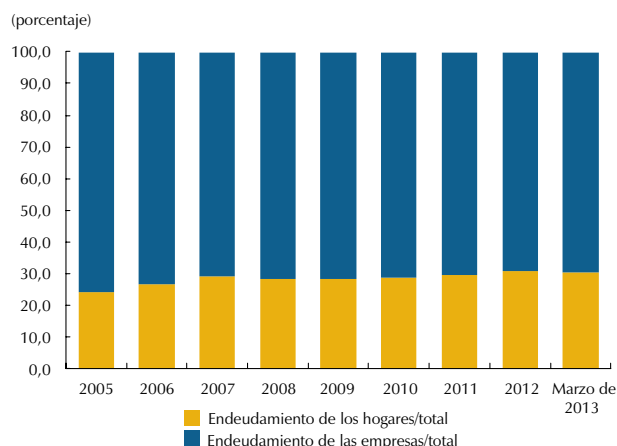
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 51
Endeudamiento/PIB



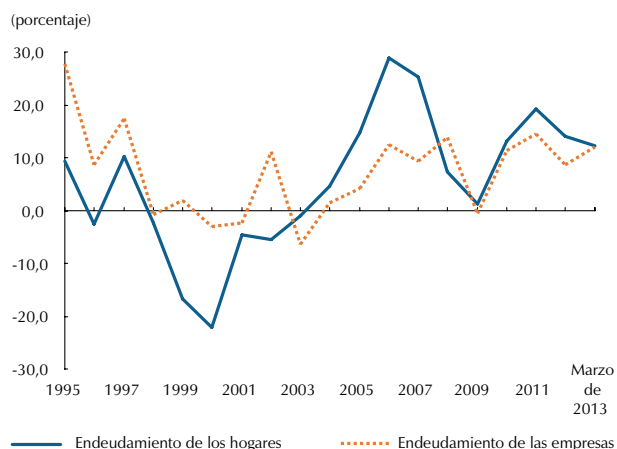
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 52
Endeudamiento de los hogares y las empresas
(participación)



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

Gráfico 53
Endeudamiento/PIB
(variación anual real)



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

3,0% frente a lo observado en el período enero-abril de 2012. En el mismo lapso, el que utiliza el índice de precios al consumidor (ITCR-IPC) se apreció 0,4%. Este comportamiento se ha dado en un contexto de una tasa de cambio nominal del peso frente al dólar que se ha depreciado 0,3% anual, y que frente al conjunto de monedas de los socios comerciales ha registrado una apreciación de 3,7%. Al tiempo, se ha observado una menor inflación interna con respecto a la externa, medida tanto con el IPC como con el IPP¹⁴.

Para los próximos meses, de acuerdo con los pronósticos de inflación, se espera que la variación del nivel de precios local (tanto en la canasta del IPC como del IPP) sea inferior a la externa. Adicionalmente, si la tasa de cambio nominal se mantiene estable, se esperarían mayores depreciaciones reales a lo largo del año.

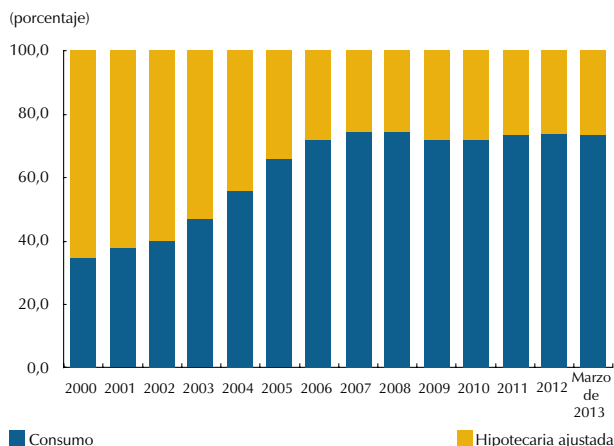
C. ENDEUDAMIENTO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS Y DE LOS HOGARES

Desde 2005 las cifras de crédito muestran un mayor nivel de apalancamiento de la economía, con una dinámica más marcada en los hogares que en las empresas (gráficos 51 y 52). Como se explicará, la principal fuente de este financiamiento ha sido el crédito bancario interno, especialmente en moneda nacional y a plazos, el cual se ha ampliado en los últimos años. Desde finales de 2011 este ritmo de apalancamiento se ha moderado, hecho que se explica en gran parte por las acciones de política monetaria realizadas desde comienzos del mismo año y por las medidas implementadas por la Superintendencia Financiera. Así, en el primer trimestre de 2013 el endeudamiento agregado (crédito bancario local, bonos del sector privado no financiero y endeudamiento externo directo) registró un crecimiento anual de 14,1%, cifra inferior en cerca de 6 puntos porcentuales (pp) al registro de septiembre de 2011.

En los últimos ocho años el crédito bancario dirigido a los hogares ha sido el más dinámico y ha ganado par-

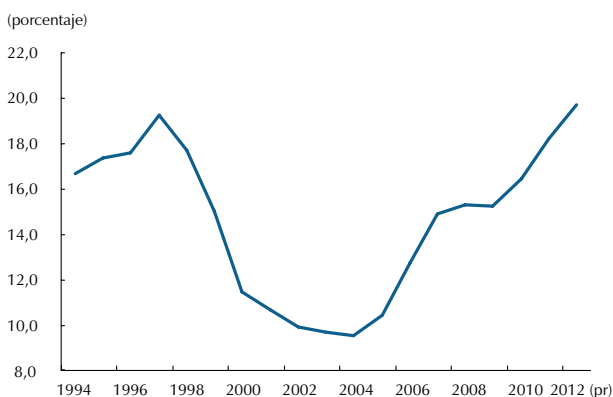
14 En el periodo enero-abril la inflación anual externa fue de 5,4% según el IPC y 4,6% según el IPP.

Gráfico 54
Composición del crédito de los hogares



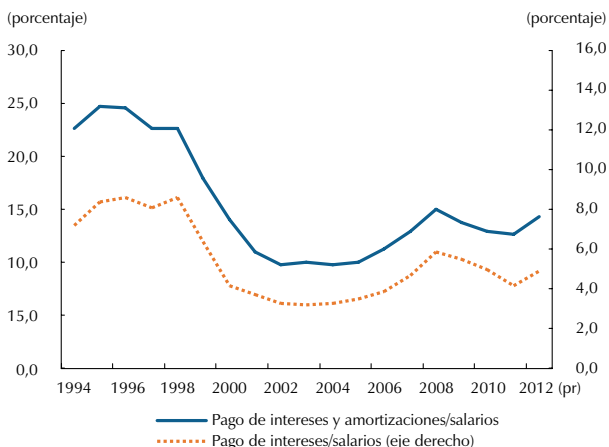
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 55
Endeudamiento sobre ingreso disponible de los hogares



(pr) preliminar.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 56
Carga financiera de los hogares



(pr) preliminar.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

ticipación dentro del endeudamiento total (gráficos 53 y 54). Este comportamiento fue liderado por el crédito de consumo, que en el mismo período registró un crecimiento real anual promedio de 18,9%, mientras que la cartera hipotecaria¹⁵ lo hizo a un ritmo promedio de 8,5% real. De esta forma, a marzo de 2013, dentro de la deuda bancaria de las familias los créditos de consumo e hipotecarios representaron 73,8% y 26,8%, respectivamente.

Las anteriores tendencias generaron un aumento importante de la deuda de las familias con relación a su ingreso disponible (Gráfico 55)¹⁶, tasa que a marzo de 2013 alcanzó de nuevo un máximo histórico (19,9%). A pesar de ello, el indicador de carga financiera, medido como el cociente entre el pago de intereses más amortizaciones y los salarios, presentó una tendencia más “suave” y con un nivel en 2012 inferior al observado en los años noventa (Gráfico 56). El mayor plazo en los créditos de consumo, así como unas tasas reales más bajas con respecto a los promedios desde 2000, explican parte de este último comportamiento (véase Gráfico 25 capítulo 2).

El mayor endeudamiento de los hogares y el incremento en su carga financiera han estado acompañados de unos indicadores de riesgo de cartera (mora y calidad) en niveles históricamente bajos. Pese a ello, en 2012 estas medidas crecieron a tasas importantes, aunque a finales del mismo año y comienzos de 2013 desaceleraron su ritmo de aumento. El alza en las tasas de interés entre febrero de 2011 y el mismo mes de 2012¹⁷, el aumento de las provisiones a los créditos de consumo por parte de la Superintendencia Financiera¹⁸ y las mayores exigencias de las entidades

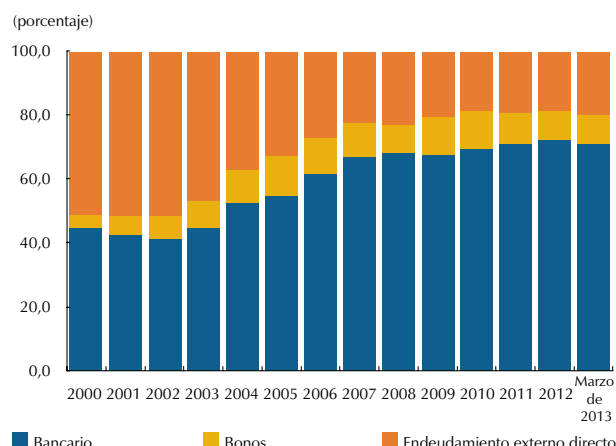
15 Incluyendo las titularizaciones de cartera hipotecaria en poder del sistema bancario.

16 Cifras provisionales de ingreso disponible según cálculos del Banco de la República.

17 En dicho período la tasa de interés de referencia se incrementó de 3% a 5,25%.

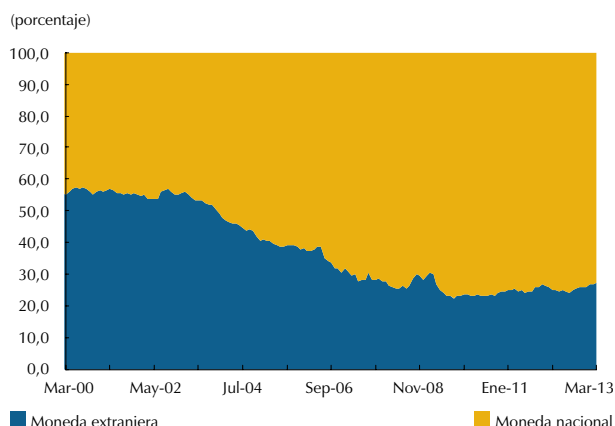
18 Circular Externa 26 sobre provisiones contracíclicas, del 22 de junio de 2012, de la Superintendencia Financiera.

Gráfico 57
Participación del endeudamiento de las empresas



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

Gráfico 58
Endeudamiento real de las empresas
(participación)



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

bancarias¹⁹, contribuyeron a disminuir el crecimiento nominal anual de la cartera de consumo (de 25,2% en marzo de 2012 a 15,0% en marzo de 2013) y a mejorar el perfil de riesgo de los nuevos créditos²⁰.

En los últimos doce meses la cartera hipotecaria también redujo su crecimiento real, con indicadores de mora y riesgo en niveles históricamente bajos. Este comportamiento se ha dado en un entorno de aumento en los índices de precios de la vivienda nueva y usada, los cuales a finales de 2012 mostraron los niveles más altos de la serie. En lo que resta del año cabe esperar que el crédito hipotecario se acelere, debido a los subsidios a las tasas de interés otorgados por el Gobierno²¹.

En cuanto al crédito a las empresas²², si bien este indicador ha perdido participación dentro del endeudamiento total, continúa siendo el componente más importante. En los últimos ocho años dicho crédito registró en promedio un crecimiento real anual de 14,0% y a marzo de 2013 representó el 69,5% del endeudamiento total (gráficos 48 y 49). En esta modalidad, el crédito bancario local (en moneda nacional y extranjera) ha ganado participación y actualmente representa el 71% de la deuda de las empresas (gráficos 57 y 58). Por el contrario, el endeudamiento directo adquirido en el exterior²³ ha perdido relevancia y la participación de los bonos ha sido relativamente estable. De esta forma, alrededor de 81% del endeudamiento empresarial tiene como fuente el mercado financiero interno (bancario y bonos).

Cabe anotar que desde mediados de 2012 se ha observado un aumento en las emisiones de bonos por parte de grandes empresas y, al

19 Encuesta trimestral de la situación del crédito, aplicada por el Banco de la República desde el segundo semestre de 2011.

20 Véase el comportamiento de las cosechas consumo en el *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2013, Banco República, p. 87.

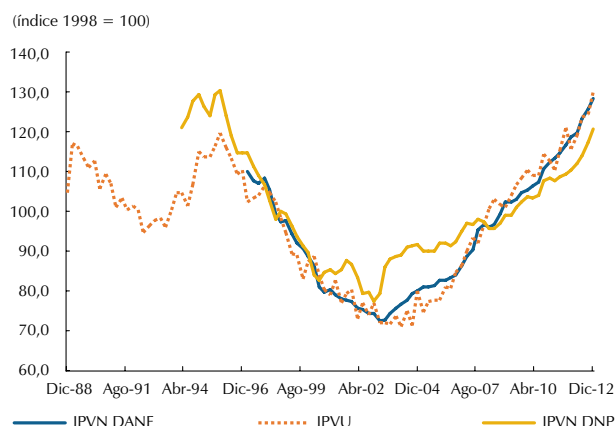
21 Decreto 0701 del 5 de abril de 2013, por el cual se subsidia 2,5 pp de la tasa de interés de los créditos para compra de vivienda nueva con un precio entre 135 y 335 salarios mínimos mensuales, en un tramo inicial de 32.000 beneficiarios, el cual se podría ampliar a 50.000.

22 Esta medida no incluye las obligaciones con proveedores y otros acreedores.

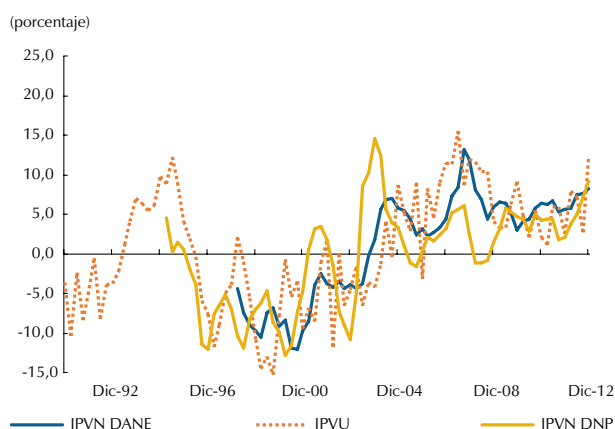
23 Mediante emisión de deuda, crédito bancario, créditos comerciales y *leasing* financiero.

Gráfico 59

A. Precios de la vivienda relativos al IPC

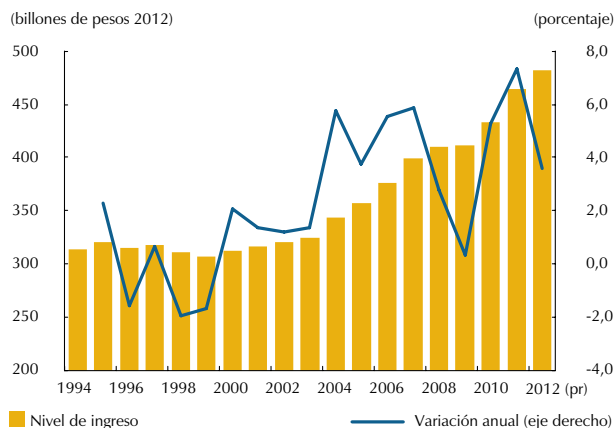


B. Variación anual de los precios de la vivienda relativos al IPC



Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

Gráfico 60
Ingreso disponible de los hogares



(pr) preliminar.
Fuentes: DANE, Banco de la República

tiempo, prepagos de créditos por montos similares al sistema financiero. Ello como consecuencia de unas tasas de interés de los bonos que han descendido más que la tasa de interés de referencia, y que a marzo de 2013 se encontraban en niveles inferiores que las de un crédito preferencial (véase recuadro transmisión de tasas de interés). En el mismo período también se aprecia un leve aumento en la participación de los créditos en moneda extranjera.

D. PRECIOS DE LA VIVIENDA

Desde finales de 2004 el precio de la vivienda en Colombia ha venido creciendo sin interrupción a tasas anuales promedio (relativas al IPC) de 6,8% para la usada y de 5,9% para la nueva (DANE) (Gráfico 59). En 2012, esta tendencia se acentuó y se registraron incrementos del 7,3% y 7,6% para los índices de precios de la vivienda nueva (IPVN) y la usada (IPVU), respectivamente, lo que ha llevado a que los precios alcancen niveles históricamente altos para los dos tipos de vivienda en el ámbito nacional.

Por el lado de la demanda, este comportamiento puede estar explicado por varios factores. En primer lugar, el crecimiento del ingreso disponible de los hogares (Gráfico 60), junto con un mercado laboral dinámico, han permitido que la demanda por vivienda se mantenga en niveles altos. En segundo lugar, la tasa real de interés del crédito hipotecario se mantiene en niveles bajos e incentiva la compra de este activo (Gráfico 61). Por último, la valorización observada en los últimos años podría estar aumentando la tasa de retorno esperado por inversiones en finca raíz, impulsando así la inversión en este sector. En los próximos meses los recientes subsidios a la demanda, vía una reducción en las tasas de interés hipotecarias, podrían impulsar al alza los precios, si la oferta no reacciona al mismo ritmo que lo hace la demanda.

Por el lado de la oferta de vivienda, los retrasos en la habilitación de tierras, cambios regulatorios y demoras en las licencias han restringido su dinámica. Estos hechos se han traducido en fuertes incrementos de los precios del suelo y en un bajo crecimiento en

Gráfico 61
Tasa de interés hipotecaria real
(IPC sin alimentos)



Fuentes: DANE, Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

el número de viviendas ofrecidas, especialmente en Bogotá, lo que a su vez ha impulsado el aumento del precio de la vivienda.

E. ÍNDICE DE DESBALANCES MACROECONÓMICOS (IDM)

El IDM intenta resumir en un solo indicador la posible formación de desequilibrios macroeconómicos estimados a partir de cuatro variables: la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y el crédito. Para cada una de estas variables se estima una brecha (estandarizada) definida como la diferencia entre el valor observado y su estimación de largo plazo. Posteriormente, se calcula un promedio ponderado de las mismas, usando para tal efecto la metodología de

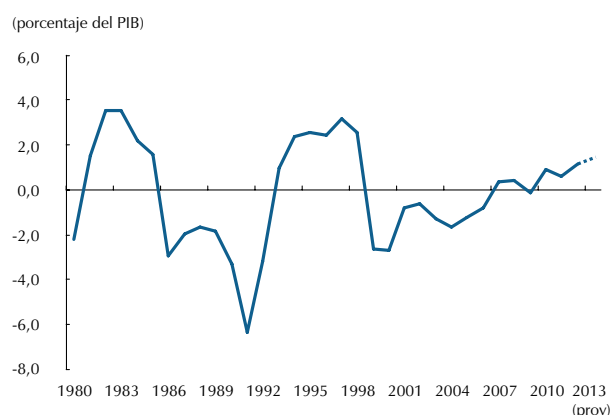
componentes principales. De esta manera, valores positivos del indicador se asocian con desbalances macroeconómicos.

En el análisis del IDM es importante tanto su nivel como el tiempo que ha permanecido positivo. En el primer caso, el IDM ofrece un indicio de la presencia y del tamaño del desequilibrio en un momento determinado y la posibilidad de inferir si en el margen su nivel se está acelerando o no. No obstante, la acumulación continua de desbalances es la que está asociada con mayor probabilidad de crisis económicas en el futuro. De esta manera, desbalances prolongados en estas variables podrían implicar: i) un deterioro en la posición deudora neta del país frente al resto del mundo (el caso de la cuenta corriente); ii) un aumento en la vulnerabilidad de los balances de los hogares y las empresas (caso del crédito); iii) un deterioro en la competitividad del sector transable (vía la tasa de cambio real), y iv) niveles elevados de apalancamiento y una toma excesiva de riesgo, por mayores expectativas de valorización de la vivienda. Para una muestra de once países, Arteaga, Huertas y Olarte (2012)²⁴ encontraron que mayores acumulaciones del IDM incrementan la probabilidad de que se presente una caída futura en el nivel de producción de la economía.

Si se mantiene la depreciación real observada en los últimos meses y la desaceleración del crédito continúa, en 2013 el IDM podría descender, aunque a un nivel que seguiría calificándose como alto. Los obstáculos a un mayor descenso del IDM surgen por el mayor déficit proyectado de la cuenta corriente y por unos precios de la vivienda que podrían continuar creciendo a tasas muy superiores que la inflación.

24 Arteaga, C.; Huertas, C.; Olarte, S. (2012). “Índice de desequilibrio macroeconómico”, Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República, octubre.

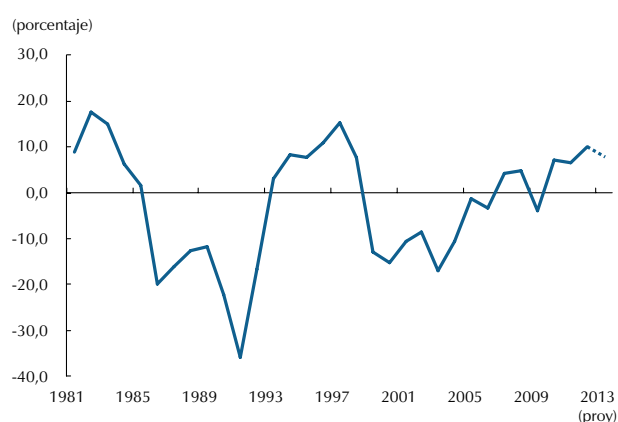
Gráfico 62
Brecha de la cuenta corriente



Fuente: Banco de la República.

Con respecto a las variables externas, el déficit en cuenta corriente observado en 2012 y el proyectado para 2013 sugieren una ampliación del desbalance externo como el estimado en el Gráfico 62. Por el lado de la TCR, desde febrero de 2013 su tendencia hacia la apreciación real se revirtió, por lo que la brecha, con respecto a su nivel de largo plazo, podría estar disminuyendo. En efecto, en lo corrido del segundo trimestre al 19 de abril, los índices de TCR medidos con el IPP y con el IPC se depreciaron 1,6% y 1,8%, respectivamente, frente a lo observado en el primer trimestre del año. Si esta tendencia se mantiene el resto del año, la brecha en esta variable podría moderarse, como se muestra en el Gráfico 63.

Gráfico 63
Brecha de la tasa de cambio real

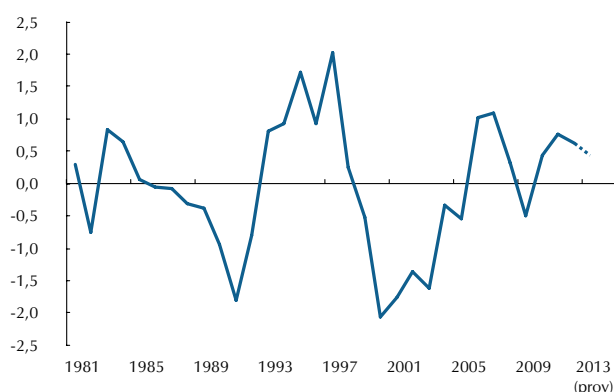


(proy) proyectado.
Fuente: Banco de la República.

En materia de las variables internas, el crédito siguió desacelerándose, aunque con crecimientos por encima del aumento del PIB nominal y de la población. De esta forma, si para 2013 se supone un crecimiento de la cartera de 11%, una inflación de 2,5% y un crecimiento de la población de 1,2%, la brecha de la cartera real per cápita (en niveles y en variaciones) se reduciría un poco frente a la de 2012, pero continuaría siendo positiva (Gráfico 64).

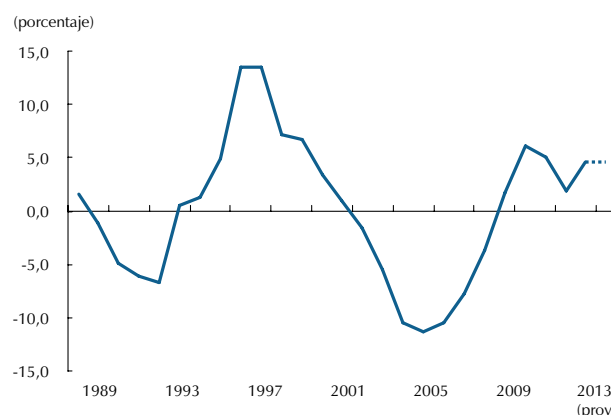
En cuanto a los precios de la vivienda, según las estimaciones más recientes, desde 2008 sus niveles se encuentran por encima de aquellos de largo plazo, generando así una brecha positiva para esta variable. Esta se amplió en 2012 frente a lo observado un año

Gráfico 64
Brecha de crédito



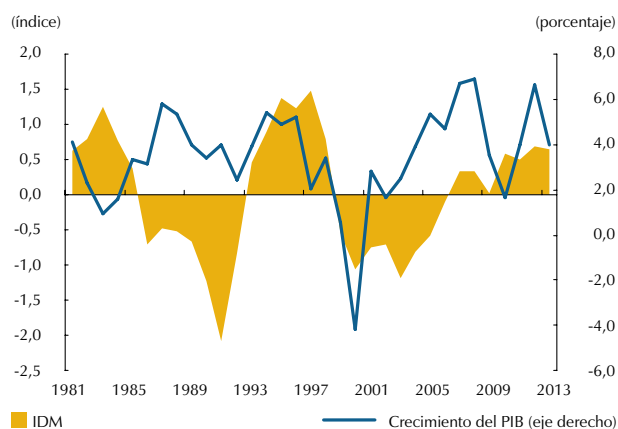
(proy) proyectado.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 65
Brecha del precio de la vivienda



(prov) provisional.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 66
Índice de desbalance macroeconómico (IDM) y crecimiento del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

atrás, dado que los precios de la vivienda continuaron registrando fuertes crecimientos desde niveles elevados. En el Gráfico 65 se muestra la brecha en los precios de este activo, suponiendo que en 2013 la oferta de vivienda reacciona al mismo ritmo que la demanda.

En el Gráfico 66 se muestra el descenso proyectado del IDM para 2013, si se cumplen los anteriores supuestos²⁵ de brecha para cada una de las variables. A pesar de dicho descenso, desde 2008 se estaría registrando una acumulación de desequilibrios macroeconómicos cercana al 50% de la observada en la crisis de 1999²⁶. Aunque se espera que el desbalance en la TCR y en el crédito se corrijan a lo largo del año, estos podrían ser compensados por lo que suceda con la cuenta corriente y los precios de la vivienda. Solamente en la

medida en que los ingresos de los hogares crezcan más que su endeudamiento, se desacelere el incremento en los precios de la vivienda, se deprecie el tipo de cambio real y se reduzca el déficit en cuenta corriente, la economía reduciría las vulnerabilidades que de manera reciente ha acumulado.

25 Estimación en el caso de la brecha de la cuenta corriente.

26 Calculada a partir de las áreas bajo la curva.

Recuadro 3

IMPORTANCIA DE ECOPETROL EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA

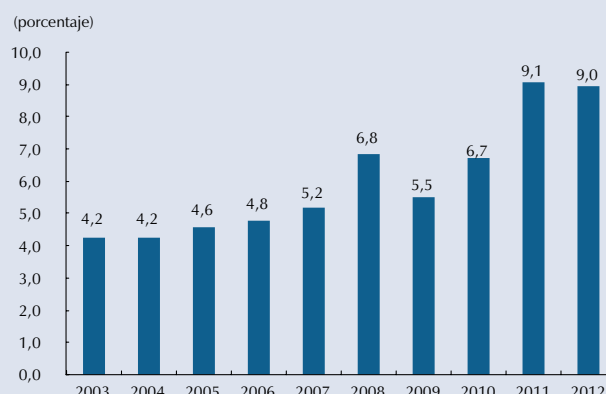
Carolina Arteaga Cabrales
Julián Pérez Amaya*

Las altas cotizaciones internacionales del crudo, junto con la ampliación de la producción interna, explican el importante aumento observado en los últimos años de los ingresos que se derivan de esta actividad económica en el país. Además del efecto en el ingreso y la producción nacional, su relevancia se ha reflejado en los grandes impactos que ha tenido en las finanzas públicas y en el mercado cambiario de Colombia¹. De igual manera, el sistema financiero colombiano se ha visto influenciado por el auge de esta actividad.

En países donde la relevancia del sector energético es alta, las empresas dedicadas a estas actividades tienen una gran influencia y pueden llegar a concentrar la generación de buena parte de los ingresos nacionales. Por ejemplo, según cálculos de *The Economist*², en 2011 la Royal Dutch Shell tuvo ingresos cercanos al 55% del PIB de Holanda, mientras que los de la Statoil de Noruega representaron algo más del 20% del ingreso nacional bruto de ese país. La British Petroleum tuvo entradas aproximadamente equivalentes a 15% del PIB de ese país.

En el caso de Colombia, Ecopetrol, que es una empresa mixta cuya participación estatal es del 88,5%, se ha consolidado como un actor clave de la economía nacional al ser la compañía más grande del país y la más importante del sector. En 2012 sus activos alcanzaron los \$100 billones (b) y generó ingresos por \$59,5 b, que representan el 9% del PIB colombiano (Gráfico R3.1), además de utilidades por \$14,9 b (2,3% del PIB). Como se mencionó, además de los efectos en la producción y en el ingreso nacional, la influencia del sector petrolero se extiende a los mercados cambiario y financiero, así como al sector fiscal. Así, es de particular interés identificar sus efectos en estos frentes de la economía nacional, para lo cual se caracterizará su participación en la producción de petróleo, en las ventas externas del país, en la

Gráfico R3.1
Ingresos de Ecopetrol como proporción del PIB



Fuentes: Ecopetrol y DANE.

cuenta corriente, en la inversión, en el crédito, en las finanzas públicas y, por último, en el mercado cambiario.

En 2012 Ecopetrol produjo 591 miles de barriles diarios (mbd) de petróleo (Gráfico R3.2), lo que corresponde al 63% de la producción total del país. En los últimos años el crecimiento promedio de su producción ha sido mayor al del resto de empresas petroleras, por lo que ha aumentado su participación en el sector.

A pesar de que Ecopetrol vende en el mercado interno una proporción de su producción para abastecer de combustible al país, es un actor importante en las exportaciones de la economía. En 2012 concentró el 34% de las ventas externas totales del país y el 48,8% de las exportaciones del sector mineroenergético. El Gráfico R3.3, muestra la evolución del valor de las exportaciones (en millones de dólares) de Ecopetrol y el del resto de la economía.

Con respecto al balance externo de la economía, en 2012 Ecopetrol generó un superávit cercano al 4% del PIB, como resultado de su balance comercial positivo y de que, al ser una empresa colombiana (a diferencia del resto de petroleras que operan en el país), no remite utilidades al exterior. En términos macroeconómicos, este superávit ha permitido al resto de sectores de la economía tener un balance ahorro-inversión muy deficitario³, sin que el balance total de la economía se haya deteriorado aún más. En la medida en

* Los autores son, en su orden: profesional especializado y asistente del Departamento de Programación e Inflación.

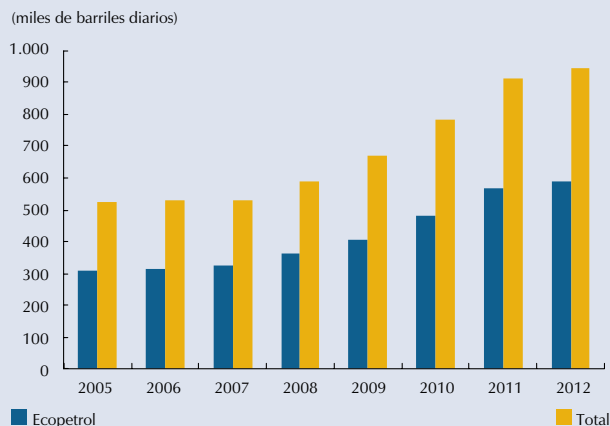
1 Para más detalles, ver Recuadro 4: El sector petrolero en la economía nacional. *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, marzo 2013.

2 *The Economist* (2012), "The Nokia Effect" [en línea], disponible en <http://www.economist.com/node/21560867>, 27 de agosto, y *The Economist* (2012) "Whale Hunting" [en línea], disponible en <http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2012/08/daily-chart-10?zid=292&ah=165a5788fdb0726c01b1374d8e1ea285>, 27 de agosto.

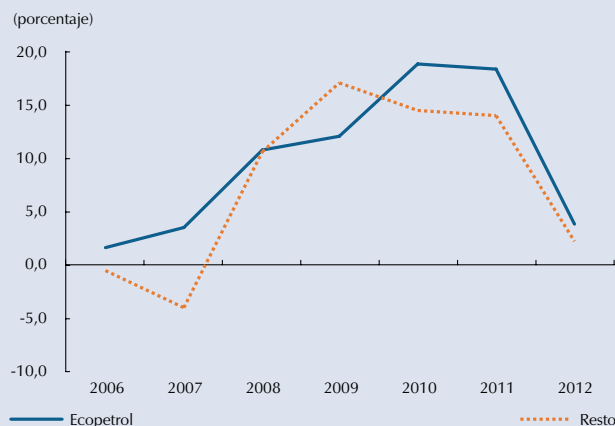
3 El superávit en cuenta corriente del sector mineroenergético en 2012 fue de 6,8% del PIB, y el déficit del resto de la economía fue 9,9%.

Gráfico R3.2

A. Producción de petróleo

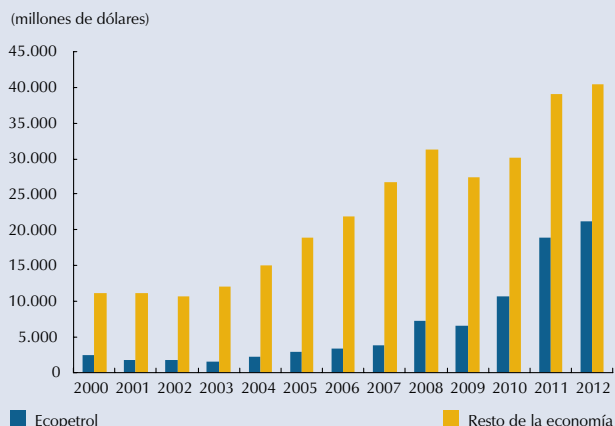


B. Crecimiento de la producción



Fuentes: ANH y Ecopetrol.

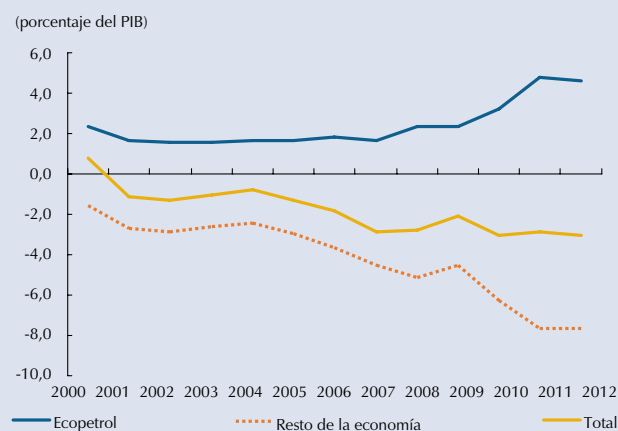
Gráfico R3.3
Exportaciones



Fuentes: Ecopetrol y DANE.

que parte de este déficit se ha reflejado en un aumento de los niveles de inversión del sector privado, a futuro dicho desbalance debería tender a revertirse. Sin embargo, este mayor déficit también refleja un debilitamiento de las exportaciones no relacionadas con el petróleo y un aumento de la demanda de importaciones de bienes de consumo que pueden estar, en parte, explicadas por la apreciación de la tasa de cambio real. Si este último efecto continúa, el déficit en la cuenta corriente del resto de la economía podría incluso aumentar más, generando, de esta manera, vulnerabilidades para la economía (Gráfico R3.4).

Gráfico R3.4
Cuenta corriente



Fuentes: Ecopetrol y Banco de la República.

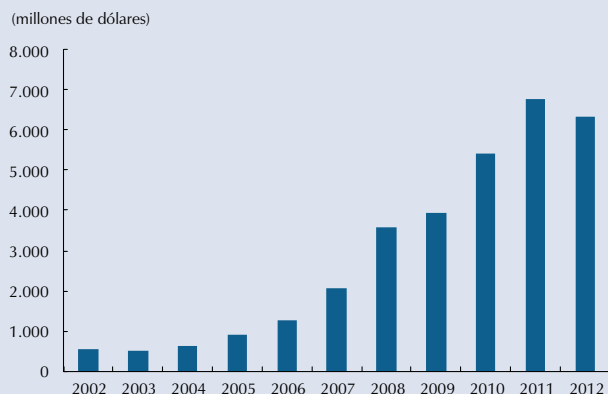
Desde 2008 Ecopetrol incrementó significativamente sus inversiones alcanzando un máximo en 2011 de US\$7.213 millones (m) (Gráfico R3.5). En términos del PIB, una vez se descuentan las adquisiciones, la empresa habría pasado de representar en promedio durante 2002-2007 el 3,4% de la formación bruta de capital fijo de toda la economía al 7,6% entre 2008 y 2012.

El plan de inversión ha sido financiado en especial con recursos propios (utilidades) y capitalizaciones (en 2007 y 2011). La empresa también ha recurrido al endeudamiento tanto interno como externo para financiarse. Actualmente Ecopetrol sostiene obligaciones financieras de largo plazo mediante tres productos, principalmente: un préstamo sindicado con bancos locales por \$2,2 b, una emisión de un bono internacional por US\$1.500 m y una emisión de un bono local por \$1 b. En 2009 el préstamo sindicado representó 2,5% del valor de la cartera bruta comercial total y contribuyó con el 74,4% del incremento de este tipo de crédito en dicho año⁴.

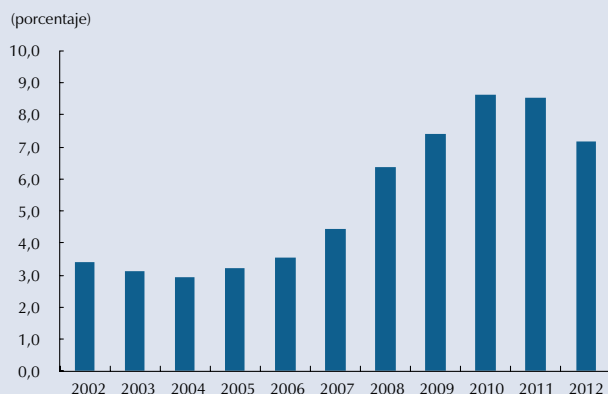
4 Como resultado de la crisis financiera internacional, en 2009 la mayoría de economías del mundo experimentaron una desaceleración en el crédito. En Colombia la cartera comercial pasó de crecer 21,7% en 2008 a 3,4% en 2009.

Gráfico R3.5 ^{a/}

A. Inversión de Ecopetrol



B. Participación de Ecopetrol en la formación bruta de capital fijo



a/ El cálculo de la participación en la FBKF en el PIB se hizo descontando los recursos para adquisiciones y con el supuesto (dado que no contamos con esta información para todos los años) que toda las inversiones se realizan en Colombia.
Fuentes: DANE y Ecopetrol.

Por su parte, la emisión de bonos en el mercado interno representó 5,2% del saldo total de bonos en 2010 y el 17,7% de las emisiones de ese año.

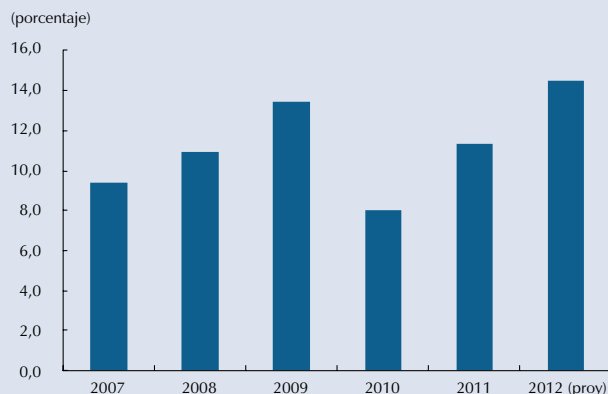
Como se evidencia, hasta el momento las necesidades de financiamiento de la compañía han representado un porcentaje menor del saldo de bonos privados y de la cartera comercial del sistema financiero colombiano. Sin embargo, las necesidades crediticias de Ecopetrol fueron un porcentaje importante de los nuevos préstamos o emisiones de bonos en 2009 y 2010 respectivamente. Si a futuro se da un escenario caracterizado por: i) un incremento no esperado de las inversiones de Ecopetrol; ii) un aumento de los costos de financiamiento externo, y iii) una debilidad de las utilidades, junto con una necesidad de distribución de las mismas, Ecopetrol podría entrar a competir en el mercado interno por fondos prestables. Vale la pena anotar que este riesgo puede estar acotado ya que la empresa está autorizada a capitalizar hasta un 8,5% adicional de la compañía.

Por otra parte, para entender la influencia que tiene Ecopetrol en la oferta de divisas en el país, hay que tener presente dos hechos. En primer lugar, la mayoría de sus ingresos se generan en dólares (en 2012 US\$22.000 m aproximadamente, lo que representó 66,4% de los ingresos totales), pero buena parte de las obligaciones de la empresa (gastos de producción, costos de ventas, impuestos y transferencias), junto con su plan de inversión, deberían pagarse en pesos. Adicionalmente, a diferencia de las otras empresas del sector petrolero que remiten utilidades al exterior, Ecopetrol distribuye sus utilidades localmente, incrementando sus necesidades en moneda local.

En el frente fiscal Ecopetrol genera recursos para el Gobierno mediante tres fuentes principales, a saber: i) impuesto de renta, ii) regalías y iii) utilidades. El Gráfico R3.6 muestra cómo su importancia dentro del total de ingresos del sector público no financiero ha aumentado en los últimos años, llegando a representar cerca del 15% del total de los ingresos en 2012.

En conclusión, en términos de actividad económica, Ecopetrol es un actor relevante, debido a su participación en la producción mineroenergética, la inversión y las exportaciones. A su vez, su posición comercial superavitaria ha permitido al resto de sectores de la economía tener un balance ahorro-inversión muy deficitario, sin que el balance total de la economía se haya deteriorado aún más. En la misma línea, la generación de divisas que se desprende de la operación de la empresa puede representar una parte considerable de la oferta total de la economía. Dado que los planes de inversión de la empresa han estado en mayor parte financiados con recursos propios y capitalizaciones, hasta el momento Ecopetrol no ha accedido de manera recurrente al mercado financiero local. Sin embargo, a futuro se podrían dar ciertas condiciones para que Ecopetrol compita en el mercado local por fondos prestables. Por último, los impuestos y transferencias de Ecopetrol son una fuente relevante de ingresos fiscales.

Gráfico R3.6
Participación de las transferencias e impuestos de Ecopetrol en los ingresos del sector público no financiero



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Ecopetrol.

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 2013 y 2014. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta abril de 2013.

1. Proyecciones para 2013

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,1% frente a 4,4% estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. De la misma forma, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 4,0%.

Cuadro A1
Proyecciones para 2013

	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	3,8	3,0	1.900	4,0	(2,4)	n, d,
Anif ^{a/}	4,0	2,6	n. d.	3,9	(2,4)	10,0
Banco de Bogotá	3,9	2,7	1.820	3,7	(0,5)	10,2
Bancolombia	4,0	2,6	1.780	3,6	(2,7)	9,3
BBVA Colombia ^{a/}	4,1	2,6	1.825	3,7	(2,5)	10,1
Corficolombiana	4,5	2,9	1.800	5,5	(0,8)	10,0
Corpbanca ^{b/, c/}	3,9	2,2	1.805	4,2	(2,4)	10,6
Corredores Asociados	4,2	2,4	1.850	3,5	(1,2)	9,6
Credicorp Capital ^{d/}	4,7	2,5	1.830	4,0	(0,7)	10,5
Davivienda	3,8	1,9	1.845	4,0	(2,6)	9,3
Fedesarrollo	3,8	2,6	1.832	3,7		11,1
Ultrabursátiles	4,4	2,7	1.850	4,0	n, d,	10,0
Promedio	4,1	2,5	1.831	4,0	(1,7)	10,1
Analistas externos						
Citi ^{a/}	3,8	2,5	1.840	4,1	(2,4)	10,1
Deutsche Bank	4,1	2,8	1.755	n, d,	(1,2)	n, d,
Goldman Sachs	4,2	3,0	1.800	3,5	(2,2)	n, d,
JP Morgan	4,0	2,7	1.775	n, d,		10,2
Promedio	4,0	2,8	1.793	3,8	(1,7)	10,2

n,d,: no disponible.

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

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

c/ Antiguamente Banco Santander.

d/ Antiguamente Correal.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2014

	Crecimiento del PIB real	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal
	(porcentaje)		fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,4	3,5	1.800
Anif	4,5	3,0	n. d.
Banco de Bogotá	4,5	2,9	1.838
Bancolombia	4,7	3,9	1.814
BBVA Colombia	5,0	3,2	1.815
Corficolombiana	5,5	3,5	1.775
Corpbanca a/	4,2	2,8	1.750
Corredores Asociados	4,8	2,8	1.840
Credicorp Capital (Correval) b/	4,7	3,0	1.850
Davivienda	4,6	3,1	n. d.
Fedesarrollo	4,3	3,2	1.780
Ultrabursátiles	4,7	2,9	1.850
Promedio	4,7	3,1	1.811
Analistas externos			
Citi	4,5	3,0	1.800
Deutsche Bank	5,0	3,1	1.730
Goldman Sachs	4,8	3,0	1.818
JP Morgan	5,0	3,0	1.825
Promedio	4,8	3,0	1.793

n.d.: no disponible.

a/ Antiguamente Banco Santander.

b/ Antiguamente Correval.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a la inflación, los analistas locales prevén un incremento de 2,5% y los analistas extranjeros uno de 2,8% en los precios al finalizar el año. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2013 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de \$1.831 frente a \$1.784 estimado en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$1.793 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,0%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,1%.

2. Proyecciones para 2014

Para 2014 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 4,7% y los extranjeros uno de 4,8%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,1% y 3,0%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de \$1.811 y \$1.793, en su orden.