



# INFORME SOBRE INFLACIÓN



---

Marzo de 2014

ISSN - 1657 - 7973



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

Marzo de 2014\*

\* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,  
para su reunión del 25 de abril de 2014.

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

ISSN - 1657 - 7973



# LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

## OBJETIVOS

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

## HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

## PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

## COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

# CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	13
A. Coyuntura internacional	13
B. Balanza de pagos	21
Recuadro 1: Evolución y perspectivas de la inversión extranjera directa en Colombia	26
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	30
A. El PIB en el cuarto trimestre de 2013 y en todo 2013	30
B. El PIB del primer trimestre de 2014	35
III. Desarrollos recientes de la inflación	41
A. La inflación básica	43
B. Inflación de alimentos	46
IV. Pronósticos de mediano plazo	48
A. Crecimiento económico	48
B. Inflación	53
C. Balance de riesgos	56
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	61
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	62
B. Crédito	63
C. Vivienda	65
D. Estimaciones de largo plazo e índice de desbalance macroeconómico	67
Recuadro 2: Un indicador ampliado de financiamiento a los hogares	69
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	72

# ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Volumen de exportaciones globales	14
Gráfico 2	Índices de actividad real en los Estados Unidos (ISM)	14
Gráfico 3	Índices de actividad real de la zona del euro	15
Gráfico 4	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina	15
Gráfico 5	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	16
Gráfico 6	Precios internacionales de los alimentos	16
Gráfico 7	Índice de términos de intercambio de Colombia (metodología comercio)	16
Gráfico 8	Índices accionarios globales	17
Gráfico 9	Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de los Estados Unidos	18
Gráfico 10	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	18
Gráfico 11	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	18
Gráfico 12	Exportaciones totales	22
Gráfico 13	Importaciones FOB totales	22
Gráfico 14	Producto interno bruto	30
Gráfico 15	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	34
Gráfico 16	Muestra mensual del comercio al por menor	35
Gráfico 17	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	36
Gráfico 18	Tasa de desempleo (trimestre móvil diciembre-enero-febrero)	36
Gráfico 19	Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil desestacionalizado)	36
Gráfico 20	Número de ocupados y variación anual A. Total nacional B. Trece principales áreas metropolitanas	37 37
Gráfico 21	Empleo por tipo de ocupación	37
Gráfico 22	Tasas de interés reales de los hogares	37
Gráfico 23	Balance expectativas de inversión (EMEE) vs. variación anual de la FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	38
Gráfico 24	Producción de café	38
Gráfico 25	Producción de petróleo	39
Gráfico 26	Índice de producción industrial sin trilla de café	39
Gráfico 27	Imaco: indicador líder 5 meses del PIB	40
Gráfico 28	Inflación total al consumidor	41
Gráfico 29	IPP por procedencia	42
Gráfico 30	Salarios nominales	43
Gráfico 31	Indicadores de inflación básica	43
Gráfico 32	IPC de regulados y sus componentes	44
Gráfico 33	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	45
Gráfico 34	IPC de no transables	46
Gráfico 35	IPC de alimentos	46
Gráfico 36	IPC de alimentos por grupos	46
Gráfico 37	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	52
Gráfico 38	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	52

Gráfico 39	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	53
Gráfico 40	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	55
Gráfico 41	Inflación observada y expectativas de inflación	55
Gráfico 42	Expectativas de inflación derivadas de los TES	56
Gráfico 43	<i>Fan chart</i> de la inflación total	56
Gráfico 44	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	56
Gráfico 45	Componentes de la cuenta corriente	62
Gráfico 46	Índices de tasa de cambio real	62
Gráfico 47	Crédito bancario	63
Gráfico 48	Tasas de interés reales activas	64
Gráfico 49	Precios de la vivienda relativos al IPC	
	A. Índices	65
	B. Variación porcentual anual	65
Gráfico 50	Índices de precios de la vivienda e índice del precio del suelo urbano residencial en Bogotá (IPSB)	65
Gráfico 51	Precios de la vivienda, PIB per cápita e ingreso laboral	66
Gráfico 52	Tasa de interés real de los créditos hipotecarios	66
Gráfico 53	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	67
Gráfico 54	Índice de desbalance macroeconómico	68

## ÍNDICE DE CUADROS

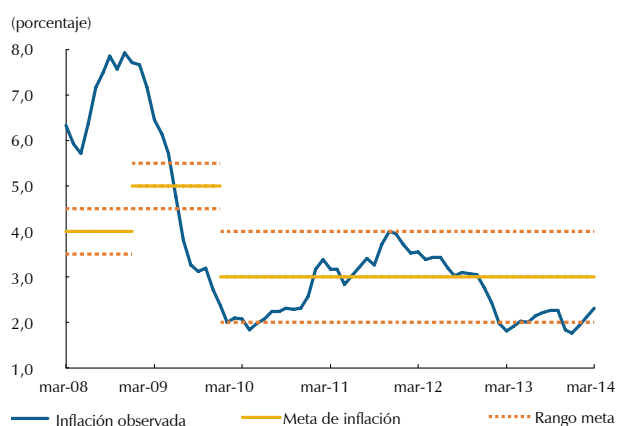
Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	19
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	21
Cuadro 3	Proyección de la balanza de pagos de Colombia	23
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	31
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	33
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	44





# EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Gráfico A  
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En el primer trimestre de 2014 la inflación anual aumentó algo más de lo estimado y en marzo se situó en 2,51% (Gráfico A). Similar comportamiento lo mostró el promedio de las cuatro medidas de inflación básica, al registrar una tasa de 2,69%. Los mayores aumentos en los precios de los alimentos y en los bienes y servicios regulados explicaron el incremento de la inflación.

Las diferentes medidas de expectativas de aumentos de precios a plazos entre uno y cinco años se encuentran alrededor de 3,0%. Los pronósticos sugieren que los grupos de alimentos y regulados, así como los transables y no transables tendrían aumentos anuales más homogéneos, con una tendencia hacia el punto

medio del rango meta. De esta forma, al finalizar el año la inflación se situaría alrededor de 3,0%.

En 2013 la economía colombiana creció 4,3%, con un segundo semestre más dinámico que el primero, debido principalmente al comportamiento de la inversión. En todos los trimestres el consumo de los hogares mantuvo tasas de expansión cercanas a su promedio histórico; las del gasto público estuvieron por encima del aumento del producto. Por el lado de la oferta, los mayores crecimientos en el segundo semestre se presentaron en la construcción y en la minería mientras que la industria fue el único sector que cayó.

La información reciente sobre el crecimiento de las ventas minoristas, de la confianza del consumidor, de la producción cafetera, del consumo de energía y el descenso continuado del desempleo sugiere un fuerte dinamismo de la economía en lo corrido de 2014. La excepción es el débil desempeño de las exportaciones y de la industria manufacturera.

El crecimiento del crédito total se ha acelerado levemente, después de haber presentado una tendencia decreciente desde el pasado agosto. Ello, debido a una mejor dinámica de los préstamos comerciales e hipotecarios. Las tasas reales de interés de crédito han descendido como consecuencia del aumento de la inflación.

En el contexto externo las más recientes cifras de actividad económica indican que Estados Unidos podría mantener una recuperación económica gradual, mientras que la expansión en la zona del euro continuaría a un ritmo modesto. El crecimiento en los principales países emergentes se ha desacelerado. De esta forma, las nuevas estimaciones sugieren que en el presente año los socios comerciales del país tendrían una expansión similar a la observada en 2013.

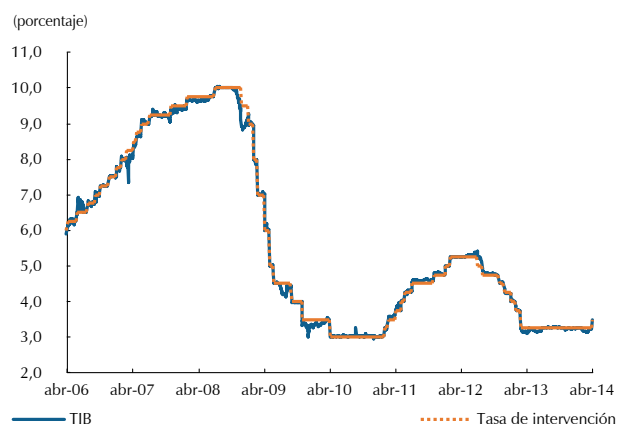
El precio internacional del petróleo se mantiene en niveles altos y las cotizaciones de otros productos básicos que exporta Colombia, como el níquel y el café, se incrementaron. Así, es probable que en 2014 los términos de intercambio sigan en niveles favorables, aunque su aporte al ingreso nacional podría ser menos dinámico que el del año pasado.

Los niveles de liquidez en los Estados Unidos siguen siendo menos expansivos. Las primas de riesgo de varias economías emergentes han descendido recientemente, los activos financieros en moneda local se han valorizado y sus monedas se han apreciado frente al dólar. Los anteriores cambios han sido más acentuados en Colombia, en especial en el mercado de deuda pública, como resultado de los mayores ingresos de capital extranjero.

Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco estima que en el primer trimestre el aumento del PIB estará en un rango entre 4,2% y 5,4%, con 4,8% como cifra más probable. Para todo 2014 la cifra más factible sería 4,3%, contenida en un intervalo entre 3,3% y 5,3%.

Hecha la evaluación del balance de riesgos, en febrero y marzo de 2014 la Junta Directiva decidió mantener la tasa de interés de referencia en 3,25% (Gráfico B). En mayo del mismo año la incrementó a 3,50%, al considerar que la estabilidad macroeconómica y la actual convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo son compatibles con una postura de la política monetaria un poco menos expansiva que la actual. Asimismo, en marzo decidió continuar con el programa de compras de reservas internacionales por tres meses y, por tanto, entre abril y junio acumulará hasta US\$1.000 millones.

Gráfico B  
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB) (2007-2014)<sup>a/</sup>



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 30 de abril de 2014.  
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

# INFORME SOBRE INFLACIÓN

**Elaborado por:**

Departamento de Programación e Inflación  
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

**Gerente**

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

**Subgerente**

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

**Director**

Sección de Inflación (\*)

Adolfo León Cobo

**Jefe**

Juan Sebastián Amador

Óscar Iván Ávila

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Joan Granados

Daniel Parra

Sección de Programación Macroeconómica

Rocío Betancourt

**Jefe**

Luis Hernán Calderón

Celina Gaitán

Aarón Levi Garavito

Jhon Edwar Torres

Asistente del Departamento de programación e inflación

Julián Pérez

Gloria Sarmiento

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

# I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

**En 2013, el crecimiento económico** de los principales socios comerciales de Colombia se desaceleró. Para 2014 se espera una expansión similar a la del año anterior para este grupo de países.

**Durante el primer trimestre de 2014 el crecimiento** de las economías emergentes se habría moderado, mientras que el de las avanzadas mostró señales favorables.

**En los primeros meses del año los precios internacionales de** algunos bienes básicos exportados por el país, como el café y el níquel, estuvieron por encima de lo proyectado por el equipo técnico del Banco de la República.

**El déficit en la cuenta corriente como porcentaje** del PIB se amplió un poco en 2013 y es probable que esta tendencia continúe en 2014.

## A. COYUNTURA INTERNACIONAL

### 1. Actividad real

Con cifras observadas al cuarto trimestre de 2013, el crecimiento económico de los principales socios comerciales de Colombia (ponderado por comercio no tradicional) estuvo acorde con lo esperado en el escenario central del *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2013. La expansión de este grupo de países fue de 2,7%, una tasa menor que la de 2012, cuando mostró una cifra de 3,5%.

*El menor dinamismo de los socios comerciales durante 2013 fue explicado por la desaceleración de las economías de América Latina.*

El menor dinamismo de los socios comerciales es explicado por la desaceleración de las economías de América Latina, al igual que por un retroceso en el ritmo de crecimiento de los Estados Unidos, generado por el ajuste fiscal. En América Latina se observó un debilitamiento de las exportaciones y de la demanda interna; por su parte, en los Estados Unidos el gasto privado se expandió a un ritmo favorable, en especial durante la segunda mitad del año, gracias al comportamiento de la inversión y del consumo de los hogares.

Gráfico 1  
Volumen de exportaciones globales

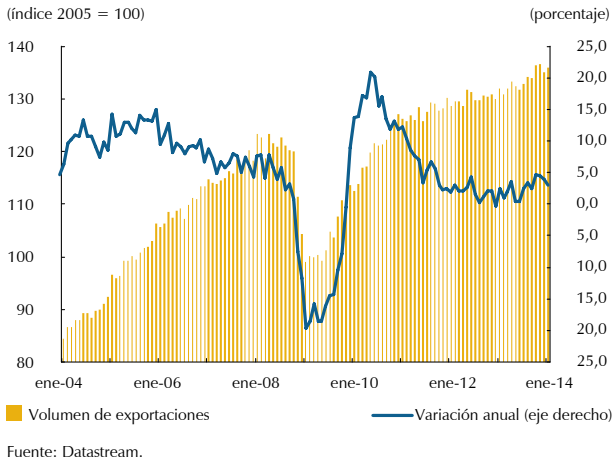
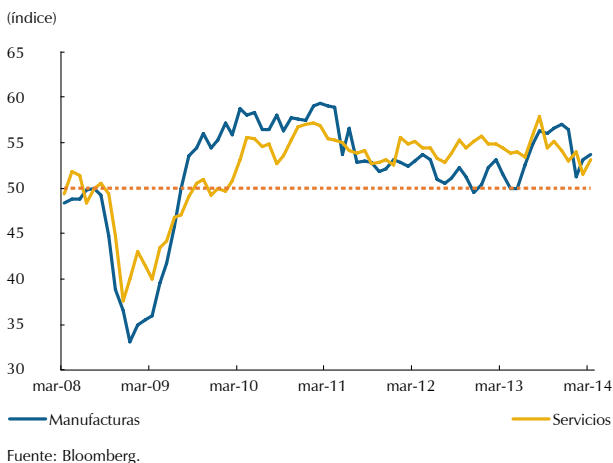


Gráfico 2  
Índices de actividad real en los Estados Unidos (ISM)



Con información al primer trimestre de 2014, el comportamiento de las economías emergentes siguió moderándose; mientras que la actividad real en las principales economías desarrolladas continuó mostrando señales favorables. En este contexto, los indicadores de comercio mundial presentaron expansiones en términos anuales, aunque a un menor ritmo que en 2012 (Gráfico 1). Por su parte, el índice de sentimiento de la actividad manufacturera global se mantuvo en terreno expansivo.

En el caso de los Estados Unidos las condiciones invernales extremas de enero y febrero afectaron su actividad real y, en alguna medida, la confianza de los consumidores. Así las cosas, durante estos meses el comportamiento de las ventas al por menor y de la industria manufacturera se debilitó. No obstante, las cifras de marzo mostraron una recuperación, que apoya las previsiones de una expansión más fuerte para el resto del año (Gráfico 2); de igual forma, parte de la desaceleración del primer trimestre estaría explicada por una menor acumulación de inventarios, rubro que creció fuertemente en el segundo semestre de 2013.

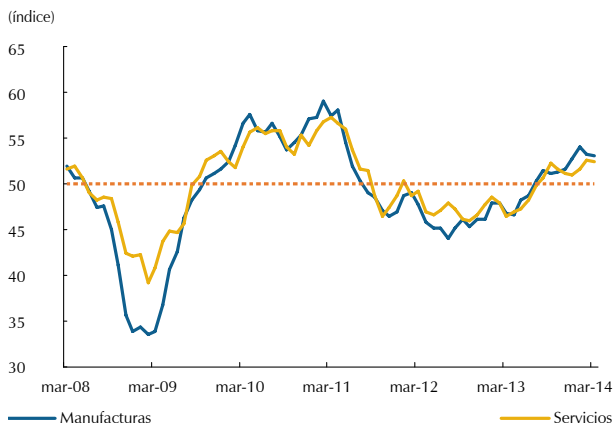
En relación con el mercado laboral, la tasa de desempleo mantuvo su tendencia decreciente, con algunos sobresaltos en los últimos meses. Al igual que en trimestres anteriores, la caída en la tasa de participación explica buena parte de la disminución en el desempleo; sin embargo, el ritmo de creación de trabajos ha seguido siendo favorable.

A pesar de lo anterior, otros indicadores del mercado laboral permanecen débiles, en niveles lejanos a los observados antes de la crisis. Así, por ejemplo, la duración media del desempleo y el subempleo por horas continúan en niveles altos e indican que el mercado laboral aún no se ha recuperado completamente.

Con respecto a los temas fiscales, la incertidumbre de años anteriores, relacionada con las discusiones sobre el presupuesto, la reducción del gasto y el límite de endeudamiento, pareciera haberse reducido en el corto plazo y no representaría un lastre para el crecimiento en 2014. De hecho, los acuerdos pactados a principio de año trasladan las discusiones fiscales hasta comienzos de 2015.

Por su parte, tal como se esperaba, en la zona del euro la actividad económica siguió recuperándose a un ritmo modesto en el último trimestre de 2013, situación que habría continuado en los primeros meses del año. Con cifras a marzo, los indicadores de sentimiento en los sectores de manufacturas y servicios

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



Fuente: Bloomberg.

permanecieron en terreno expansivo (Gráfico 3), al igual que los índices de confianza de empresarios y consumidores, los cuales mostraron, de nuevo, una tendencia positiva. Otros indicadores, como las ventas al por menor y la industria, también muestran señales favorables.

Por países, la economía alemana continúa siendo la más robusta de la región, liderada por el dinamismo de su demanda interna. Para el caso de los países de la periferia, los indicadores de actividad real se expanden a un ritmo débil. En el frente externo, las exportaciones llevan varios trimestres estancadas, debido al debilitamiento de las economías emergentes. Así las cosas, la recuperación de la zona está apoyada, principalmente, en el dinamismo del gasto interno.

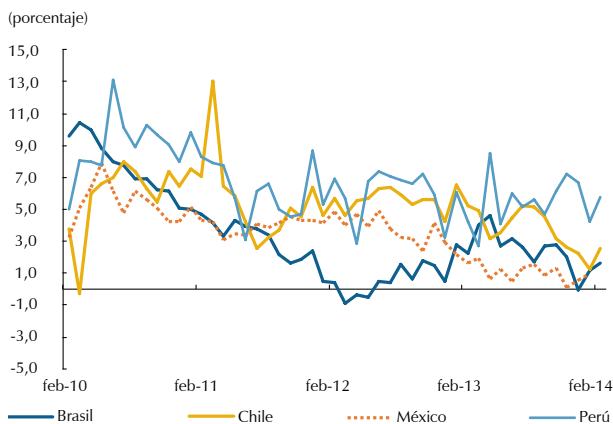
En cuanto a los riesgos en la región, la fragmentación financiera sigue presente; sin embargo, la reducción en los *spreads* de deuda pública entre los países del centro y los de la periferia debería tener algún efecto sobre los costos de financiamiento internos y reducir en alguna medida este problema. De igual forma, el crédito sigue estancado y la tasa de desempleo continúa en máximos históricos en varias economías. Por otra parte, los avances en los temas de integración financiera, que tendrían un efecto positivo en la reducción de la fragmentación, siguen a un ritmo lento y en los últimos meses no se han publicado anuncios adicionales.

Para el caso de los países emergentes, su actividad económica siguió moderando su ritmo de expansión. Así las cosas, durante el primer trimestre del año el crecimiento anual del producto interno bruto (PIB) en China pasó de 7,7% a 7,4%, ligeramente por debajo de la meta anunciada por el gobierno para todo 2014:

de 7,5%. La desaceleración es explicada tanto por un menor dinamismo de la demanda interna como de las exportaciones. Es importante notar que en dicho país subsiste una importante vulnerabilidad financiera, debido al rápido crecimiento del crédito y de los precios de la finca raíz. El gobierno chino ha seguido de cerca la evolución de este problema y las medidas que busquen contrarrestarlo podrían impactar la expansión de su producto en los próximos trimestres.

Por su parte, en América Latina los índices mensuales de actividad real siguieron expandiéndose a un ritmo menor que en años anteriores (Gráfico 4); mientras que el crecimiento de las exportaciones se mantuvo débil, debido a la caída de los términos de intercambio y a la menor demanda externa. Al igual que en China,

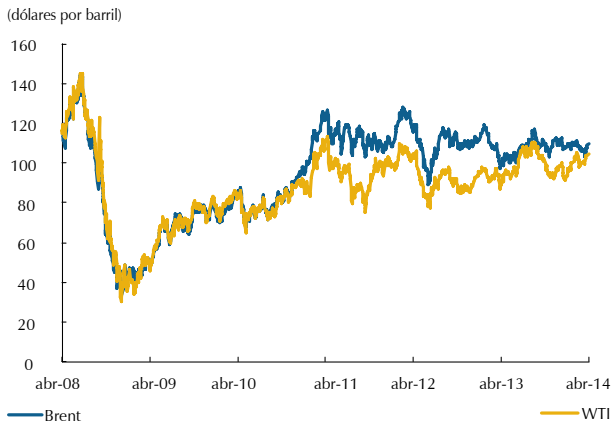
Gráfico 4  
Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina



Fuente: Datastream.

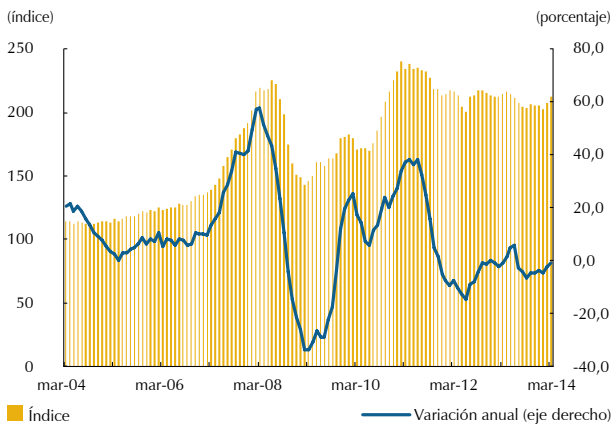


**Gráfico 5**  
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



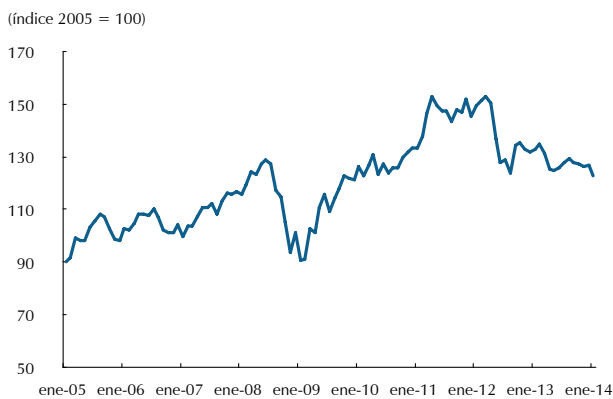
Fuente: Datastream.

**Gráfico 6**  
Precios internacionales de los alimentos



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

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



Fuente: Banco de la República.

la desaceleración está asociada tanto por el debilitamiento de las condiciones internas como externas. En particular, en Brasil su crecimiento mantiene un ritmo débil e inferior al del promedio de la última década; en Chile la actividad real se ha desacelerado desde la segunda mitad de 2013.

## 2. Precios de productos básicos, inflación y política monetaria

En relación con los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia, las cotizaciones del petróleo se mantuvieron en niveles favorables (Gráfico 5), ligeramente por debajo del promedio observado en 2013, pero superiores a lo estimado para todo 2014 en el *Informe sobre Inflación* anterior.

Por su parte, durante el primer trimestre los precios externos del café y del níquel aumentaron muy por encima de lo previsto para el promedio de todo el año. Las condiciones climáticas adversas en Brasil afectaron las expectativas sobre la cosecha de café este año. De igual forma, algunos eventos geopolíticos han incrementado la incertidumbre sobre las condiciones de oferta de níquel en los próximos meses.

Para el caso de las cotizaciones externas de los alimentos en febrero y marzo, se evidenciaron algunos incrementos; no obstante, el nivel promedio del primer trimestre aún se encuentra por debajo de lo observado en 2013 (Gráfico 6). Al igual que en el caso del café, las condiciones climáticas en varias economías estarían afectando las cotizaciones de estos bienes. En este contexto, los términos de intercambio del país cayeron levemente durante los primeros meses del año, y continuaron por debajo de lo observado en 2011-2012. Si bien este indicador se ha debilitado en los últimos trimestres, desde una perspectiva histórica se mantiene en un nivel favorable (Gráfico 7).

En relación con la inflación, la variación en el nivel general de precios en las principales economías desarrolladas se mantuvo por debajo de las metas de largo

*Durante el primer trimestre de 2014 aumentaron los precios internacionales de algunos bienes básicos exportados por el país.*

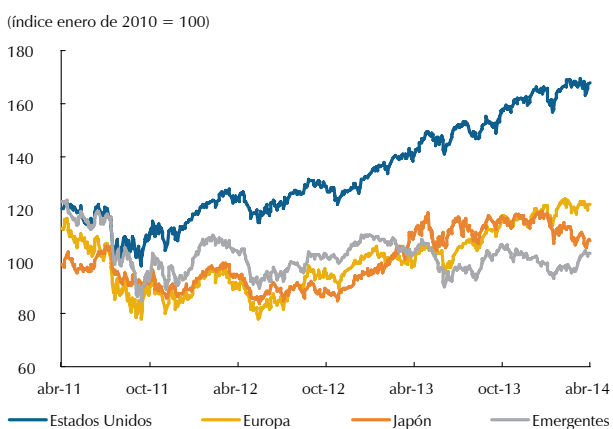
plazo fijadas por sus bancos centrales. En el caso particular de la zona del euro, la inflación total y básica siguieron reduciéndose y durante el primer trimestre permanecieron por debajo del 1%. Por su parte, en marzo en los Estados Unidos se observó un ligero aumento en estas dos medidas de inflación; no obstante, la que es monitoreada con más detenimiento por la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) —deflactor del consumo— sigue por debajo de la meta de largo plazo. Dicho comportamiento fue recibido de manera favorable por los analistas y fue interpretado como un fortalecimiento de la demanda interna. En Japón, los precios conservaron su tendencia ascendente.

En cuanto a la política monetaria, los principales bancos centrales de los países desarrollados mantuvieron sus medidas de estímulo monetario. En el caso de la Fed se anunciaron nuevos recortes en las compras mensuales de activos financieros y se dejó claro que el mercado laboral aún no se ha recuperado plenamente, a pesar de las caídas en la tasa de desempleo. Por su parte, en la zona del euro, ante los temores de deflación, no se descartó implementar nuevas medidas de estímulo monetario, como la compra de activos financieros.

Por otra parte, en las economías emergentes el panorama inflacionario continuó siendo heterogéneo. En América Latina se observaron algunos repuntes en la inflación, asociados, en parte, con la depreciación de sus monedas en los primeros meses del año. En Brasil la inflación siguió en niveles altos y motivó al banco central a incrementar nuevamente su tasa de intervención; caso contrario al de Chile, donde el debilitamiento en la actividad real llevó a su banco central a reducir su tasa de referencia. Por su parte, en Asia la variación anual de precios al consumidor se mantuvo elevada en India e Indonesia, y en niveles relativamente bajos en otras economías de la región, como Taiwán y China. En cuanto a la política monetaria, los bancos centrales de India y Turquía incrementaron sus tasas de interés durante los primeros meses del año.

### 3. Mercados financieros

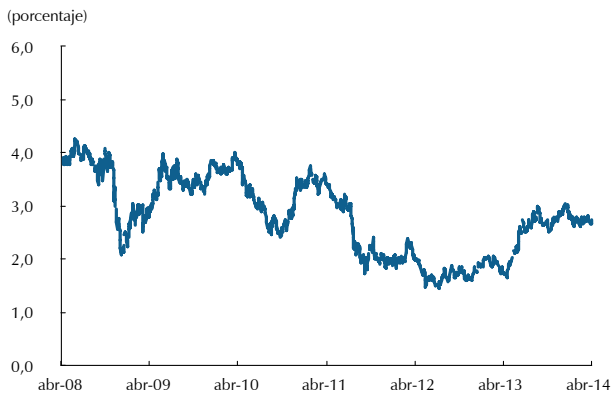
Gráfico 8  
Índices accionarios globales



Fuente: Bloomberg.

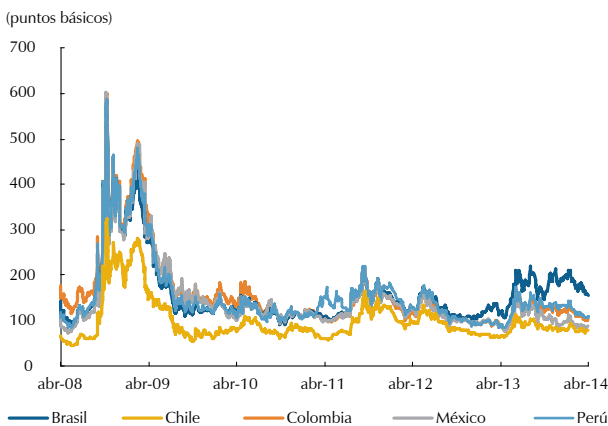
En febrero y marzo los mercados financieros globales revirtieron la tendencia negativa observada durante las primeras semanas del año, la cual habría afectado el desempeño de los índices bursátiles de las economías emergentes, así como sus mercados de deuda pública (Gráfico 8). Las perspectivas de recuperación de las economías desarrolladas, al igual que la implementación de distintas medidas de política en los países emergentes, como las adoptadas en India y Turquía, ha contribuido a reducir la percepción de riesgo, lo que ha favorecido las condiciones financieras globales. La diferenciación entre países más y menos vulnerables a las condiciones financieras externas siguió determinando los flujos de portafolio.

**Gráfico 9**  
Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de los Estados Unidos



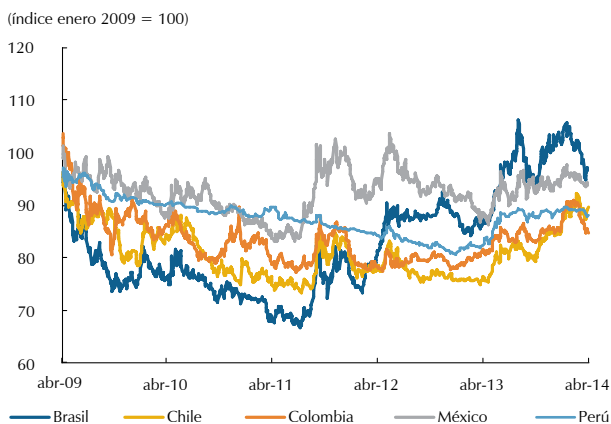
Fuente: Reserva Federal de St. Louis.

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, en los Estados Unidos, a pesar del inicio del *tapering*, las tasas de interés de los títulos de largo plazo permanecieron relativamente estables durante el primer trimestre del año y sus niveles se ubicaron por debajo de los observados en diciembre de 2013 (Gráfico 9). De igual forma, los anuncios recientes de la Fed modificaron, de nuevo, las expectativas de subida de la tasa de interés de intervención, y en la actualidad los analistas esperan un incremento un poco más rápido y más fuerte frente a hace tres meses.

Para el caso de América Latina la normalización en las condiciones financieras externas se vio reflejada en una reducción en las primas de riesgo. Así, los *credit default swaps* (CDS) a cinco años evidenciaron una tendencia negativa a partir de febrero (Gráfico 10). En cuanto a las tasas de cambio de la región, estas se depreciaron entre enero y febrero y a partir de marzo empezaron a apreciarse, en especial en Brasil (Gráfico 11).

Finalmente, es importante resaltar que a mediados de marzo JP Morgan anunció una recomposición en su índice de referencia para los bonos de deuda pública local de economías emergentes, con lo cual la participación de Colombia aumentaría de manera significativa. Tras el anuncio, las tasas de interés de deuda pública del país se redujeron considerablemente. En el caso del peso colombiano, la apreciación fue similar a la de otros países de la región.

#### 4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Los pronósticos de crecimiento económico, por parte del equipo técnico, para las principales economías desarrolladas no cambiaron de manera significativa con respecto a lo estimado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2013. Así, para este año se proyecta que la expansión de los principales socios comerciales (ponderado por comercio no tradicional) sea de 2,8%, cifra ligeramente superior a la observada en 2013, cuando se expandieron 2,7% (Cuadro 1).

Por países, para los Estados Unidos se proyecta una aceleración en el crecimiento económico frente a lo observado en 2013, lo cual se daría principalmente por

Cuadro 1  
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

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

el dinamismo de la demanda interna, al igual que por la reducción de los efectos contractivos del ajuste fiscal. A diferencia del año anterior, en 2014 no se presentarían recortes adicionales en el gasto público y la carga tributaria no aumentaría; de igual forma, la incertidumbre fiscal se redujo en el mediano plazo debido a los acuerdos pactados por su Congreso en los primeros meses del año.

En cuanto a su política monetaria, se proyecta que las compras de activos financieros por parte de la Fed culminen en el tercer trimestre del año y que no tengan efectos significativos adicionales sobre las tasas de interés de largo plazo y sobre la recuperación del mercado laboral. En relación con la tasa de intervención, esta se mantendría constante en 2014 y podría empezar a aumentar en 2015.

Así las cosas, se prevé que el crecimiento pase de 1,9% en 2013 a 2,8% en 2014 y que en 2015 la recuperación de la actividad real se mantenga y que la brecha del PIB siga cerrándose. Así, el crecimiento durante ese año sería de 3,0%.

Para el caso de la zona del euro, en 2014 la recuperación de su economía continuaría a un ritmo modesto, impulsada por el comportamiento de la demanda interna, principalmente de Alemania, y por el fin de la recesión de algunas economías de la periferia. Al igual que en los Estados Unidos, los efectos contractivos del ajuste fiscal serían menores que en 2013. Por otro lado, no se descartan nuevas medidas

*En 2014 el crecimiento de las economías desarrolladas se aceleraría, mientras que el de las emergentes se moderaría.*

de estímulo monetario que busquen reducir los riesgos deflacionarios de la región. Para 2015 se espera un crecimiento de 1,2%. Se prevé que las últimas medidas sobre la regulación financiera tengan un efecto positivo, aunque aún leve, en el crédito.

En relación con las economías emergentes, para 2014 la variación del PIB de China se ubicaría ligeramente por debajo de la meta fijada por su gobierno. Esto se daría por la recomposición de las fuentes de crecimiento y por las medidas adoptadas para reducir la vulnerabilidad del sistema financiero, que no alcanzarían a ser compensadas por una política fiscal ligeramente expansionista. Este menor comportamiento tendría efectos importantes sobre la demanda externa global y podría reducir los precios internacionales de algunos bienes básicos.

En el caso de América Latina, algunas economías, como Chile y Perú, estarían afectadas por esta coyuntura y se expandirían a un menor ritmo que en 2013. La moderación en la demanda interna, principalmente por inversión, también afectaría su dinamismo. Otras economías de la región, como Venezuela, presentan problemas estructurales que dificultarían su crecimiento este año y el próximo. Por último, si bien la economía de Brasil se aceleraría frente a 2013, su desempeño continuaría siendo mediocre.

Para 2015 se estima que la desaceleración continúe en China, mientras que para América Latina debería presentarse alguna recuperación.

Al igual que en trimestres anteriores, el escenario central continúa presentando riesgos no despreciables a la baja. En esta ocasión están asociados, principalmente, con el comportamiento de las economías emergentes, las cuales podrían expandirse a un ritmo menor debido a un empeoramiento en las condiciones internas de China o por una mayor salida de capitales que desestabilice sus sistemas financieros. De igual forma, no se descarta un retroceso en la recuperación de la zona del euro, dada su vulnerabilidad en cuanto a su sistema financiero y sus mercados de trabajo. Un riesgo adicional surge de la situación geopolítica de Rusia y Ucrania, que podría amenazar el crecimiento de Europa y de otras economías ligadas financiera y comercialmente a esta región.

Finalmente, en una coyuntura donde la demanda externa crece a un ritmo modesto y la producción lo hace de manera favorable, los precios internacionales de algunos bienes básicos exportados por el país deberían caer (Cuadro 2). En particular, el incremento en la oferta de crudo, debido a la implementación de técnicas no convencionales, debería presionar a la baja los precios del petróleo en los próximos años. Por otra parte, la desaceleración de China, uno de los principales compradores de carbón del mundo, estaría reduciendo las cotizaciones internacionales de este insumo. Los precios de otros bienes básicos, como el café y el níquel, han resultado favorecidos por las fuertes condiciones climáticas en algunos países productores o por la incertidumbre geopolítica.

*En este informe se identifican riesgos a la baja para 2014 asociados con el comportamiento de las economías emergentes.*

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

Principales productos	2013	Proyecciones para 2014			Proyecciones para 2015		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock; dólares por libra)	1,48	1,40	1,80	2,20	1,10	1,60	2,20
Petróleo Brent (dólares por barril)	108,7	98	105	110	90	102	110
Carbón (dólares por tonelada)	88,0	72	80	88	75	85	95
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	15.091	13.779	15.747	17.716	14.435	17.059	19.684
Oro <sup>a/</sup> (dólares por onza troy)	1.411	1.350	1.200	1.050	1.300	1.100	900

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

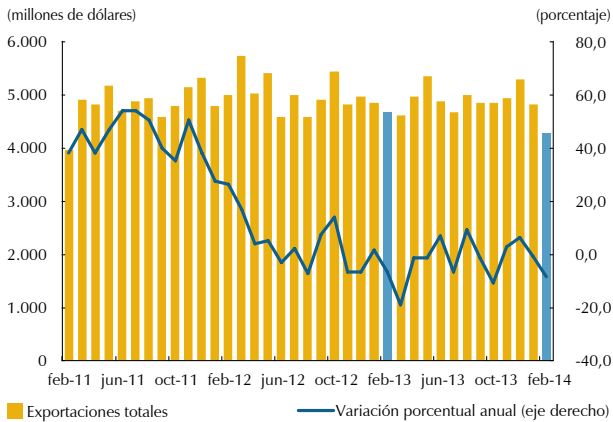
## B. BALANZA DE PAGOS

En 2013 Colombia registró un déficit en la cuenta corriente de 3,4% del PIB (US\$12.722 millones [m]), superior al observado en 2012 (3,2% del PIB, esto es, US\$11.834 m). La ampliación del déficit se explica principalmente por una importante contracción del superávit en el comercio de bienes, el cual disminuyó 40% con respecto al año anterior. Esta situación refleja el comportamiento de las exportaciones del país (medidas en dólares), las cuales cayeron 3% anual en un contexto de disminución de precios de los principales productos y una demanda externa que se mantuvo débil durante el año, sumado a unas importaciones ligeramente superiores a las de 2012. El resultado del balance comercial fue en parte compensado por una reducción de la renta de factores en 6,4%, relacionada, en especial, con la menor remisión de utilidades por parte de las empresas exportadoras de carbón, como consecuencia de los diferentes choques de oferta enfrentados por el sector. Por su parte, los ingresos netos por transferencias se mantuvieron en niveles similares a los de 2012.

En cuanto al financiamiento del déficit externo, la cuenta de capital y financiera registró un superávit de US\$19.174 m (5,1% del PIB) mayor al observado un año atrás (US\$17.395 m, es decir, 4,7% del PIB). La inversión extranjera directa (IED) se mantuvo como la principal fuente de financiación externa, presentando un crecimiento de 8% anual y alcanzando en 2013 un valor de US\$16.772 m. Cabe resaltar el aumento de 14,7% anual de los flujos de IED hacia sectores diferentes a los de petróleo y minería, los cuales alcanzaron el 53,3% del total de aquellos recursos. Adicional a lo anterior, durante 2013 se registró un incremento en la entrada neta de capitales por inversión de portafolio de extranjeros (US\$11.073 m), impulsada en particular por mayores recursos hacia el sector público, y por los ingresos de endeudamiento externo (préstamos) de corto y largo plazos hacia el sector privado. Estas entradas fueron compensadas por una mayor inversión directa de los colombianos en el exterior, la cual reportó egresos por US\$7.652 m en 2013, y por salidas netas asociadas a inversiones de portafolio de residentes (US\$4.126 m), en especial del sector privado.

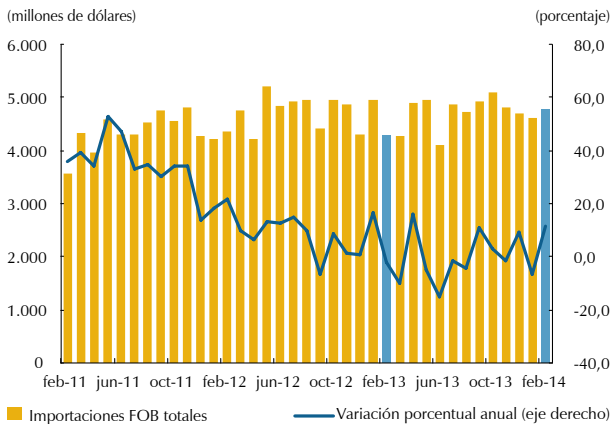
*En 2013 el déficit en la cuenta corriente se amplió de 3,2% a 3,4% del PIB, explicado por la fuerte contracción de la balanza comercial en este período.*

Gráfico 12  
Exportaciones totales  
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 13  
Importaciones FOB totales  
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Para el primer trimestre de 2014 se espera que el déficit en la cuenta corriente continúe ampliándose. De hecho, la información disponible de comercio exterior de bienes para el bimestre enero-febrero señala que el balance comercial siguió deteriorándose. En efecto, en dicho período las exportaciones totales en dólares cayeron en promedio 4,6% con respecto al año anterior (Gráfico 12), afectadas por las menores ventas externas de carbón, oro y algunos productos no tradicionales. Por su parte, el valor de las importaciones FOB<sup>1</sup> en dólares se expandió 1,8% en términos anuales (Gráfico 13) (véase sombreado, p. 26).

La estimación de un menor superávit comercial puede estar en parte compensada por egresos netos por renta de factores más bajos frente a los del primer trimestre de 2013, dado el menor valor esperado de las ventas externas de carbón, lo cual puede afectar la remisión de utilidades y dividendos del sector. Sumado a lo anterior, los ingresos netos por transferencias registrarían niveles ligeramente superiores a los del mismo período del año anterior. Esto es consistente con una moderada recuperación de las remesas de trabajadores, las cuales a febrero han crecido a una tasa anual de 1,4% en promedio.

Para el corrido de 2014 la información disponible sobre flujos de capital que proviene de la balanza cambiaria<sup>2</sup> muestra un menor ritmo en la entrada de recursos por IED, en especial aquella asociada con sectores diferentes al petrolero, mientras que aumentan los ingresos de recursos de inversión financiera o de portafolio del sector privado, frente a lo observado un año atrás. A

lo anterior se suman los recursos externos dirigidos hacia el sector público, registrados en el primer trimestre del año, producto de la colocación de bonos por US\$2.000 m por parte del gobierno nacional central.

1 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB (*free on board*) de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF (*cost, freight and insurance*), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de US\$4.924 m durante enero y febrero de 2014, con un crecimiento de 1,7% anual.

2 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.



Para 2014 la proyección de la balanza de pagos implica un déficit en la cuenta corriente que podría ubicarse entre 3,5% y 4,3% del PIB, con un escenario central superior al valor observado para 2013 (Cuadro 3). Este resultado es consistente con un panorama externo ligeramente mejor, impulsado por la recuperación de las economías avanzadas, principalmente por los mejores resultados esperados en los Estados Unidos y el fin de la recesión en la zona del euro, pero opacado por una posible moderación en el crecimiento de las economías emergentes. Todo lo anterior conduciría a una leve aceleración de la demanda por nuestras exportaciones. Este escenario estaría acompañado de unos precios que variarían poco para los principales productos de exportación, resaltando el aumento previsto en los precios del café y el níquel, frente a la reducción de los del petróleo y el carbón.

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

	(millones de dólares)				(porcentaje del PIB)d/			
	2011	2012 (pr)	2013 (pr)	2014 (proy)	2011	2012 (pr)	2013 (pr)	2014 (proy)
I. Cuenta corriente	(9.854)	(11.834)	(12.722)	(15.444)	(2,9)	(3,2)	(3,4)	(3,9)
A. Bienes y servicios no factoriales <sup>a/</sup>	1.353	(759)	(2.638)	(5.310)	0,4	(0,2)	(0,7)	(1,3)
B. Renta de los factores	(16.042)	(15.654)	(14.656)	(14.818)	(4,8)	(4,2)	(3,9)	(3,7)
C. Transferencias	4.834	4.579	4.572	4.684	1,4	1,2	1,2	1,2
II. Cuenta de capital y financiera	12.976	17.395	19.174	17.594	3,9	4,7	5,1	4,4
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales <sup>b/</sup>	10.791	14.255	10.704	13.026	3,2	3,9	2,8	3,3
B. Sector público	2.184	3.141	8.471	4.568	0,7	0,8	2,2	1,2
III. Errores y omisiones	623	(139)	505	0	0,2	(0,0)	0,1	0,0
IV. Variación de las reservas internacionales brutas <sup>c/</sup>	3.744	5.423	6.957	2.150	1,1	1,5	1,8	0,5

(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 2014 corresponde a una estimación de la Subgerencia de Estudios Económicos.

Fuente: Banco de la República.

En este contexto se estima una recuperación de las exportaciones totales del país, tanto por el crecimiento estimado en las ventas externas de los productos básicos (resultado, en particular, de una mayor producción esperada), así como por una ligera mejoría en las condiciones de mercado para las exportaciones no tradicionales. Los mayores ingresos estarían acompañados de un incremento en las importaciones, superior al observado en 2013, resultado del mejor comportamiento previsto para la industria, un aumento en las compras de equipo de transporte y una aceleración en el consumo de bienes durables, como se explica en el capítulo II de este informe.

Por su parte, se estima que los egresos netos por renta de factores aumentarían moderadamente en 2014, dado que se espera un mejor desempeño de los sectores que remiten utilidades al exterior, principalmente el de minería. Asimismo, se prevé un comportamiento de las transferencias netas corrientes similar al registrado



*Para 2014 la proyección de la balanza de pagos implica un déficit en la cuenta corriente que podría ubicarse entre 3,5% y 4,3% del PIB, con un escenario central superior al valor observado para 2013.*

para 2013, con una recuperación modesta de las remesas de trabajadores, impulsada por el mayor crecimiento de las economías que son fuente de estos recursos.

En 2014 el déficit en la cuenta corriente seguiría siendo financiado, principalmente, por entradas de IED, las cuales se proyectan en niveles levemente inferiores a las del año anterior, dada la mejoría relativa de las condiciones económicas en los países avanzados frente a las de las economías emergentes, lo cual podría afectar las decisiones de reinversión de utilidades en Colombia. La IED continuaría soportada por los grandes proyectos de petróleo, minería e infraestructura que se mantienen en el país (ver recuadro 1, p. 26). Por su parte, la inversión de colombianos en el exterior se estima menor a la observada en 2013, lo cual implica un incremento de los ingresos netos de IED para 2014. Esto iría acompañado por menores recursos de financiamiento externo de largo plazo, en especial del sector público, que estarían parcialmente compensados por ingresos netos de capitales de corto plazo, impulsados en mayor medida por los anuncios de JP Morgan<sup>3</sup> y por una menor dinámica en la constitución de activos externos de corto plazo, en particular del sector privado. Por último, 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 República<sup>4</sup> y los rendimientos financieros asociados con estas.

---

3 En marzo JP Morgan anunció que a partir del 30 de mayo introducirá cinco nuevas referencias de títulos de deuda pública interna colombiana (TES) en sus índices GBI-EM Global Diversified y en el GBI-EM Global.

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

## EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES PARA 2013 Y EN LO CORRIDO DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2014

Durante 2013 se registró una contracción de las exportaciones totales de 2,2% con respecto al año anterior. Esto obedeció a menores ventas externas de bienes de origen minero y agrícola, las cuales disminuyeron en 3,6% y 0,5% anual, respectivamente. Dichos resultados estuvieron asociados con una caída generalizada de los precios internacionales de los principales productos, junto con disminuciones en los volúmenes exportados en el caso del carbón, ferroníquel y oro. Por su lado, las exportaciones industriales mostraron un crecimiento de 2,2% anual, resultado de las mayores ventas de estos productos hacia Ecuador y el resto de destinos, que fueron compensados, en parte, con reducciones en las exportaciones hacia los mercados de los Estados Unidos y Venezuela. En términos de las importaciones, estas aumen-

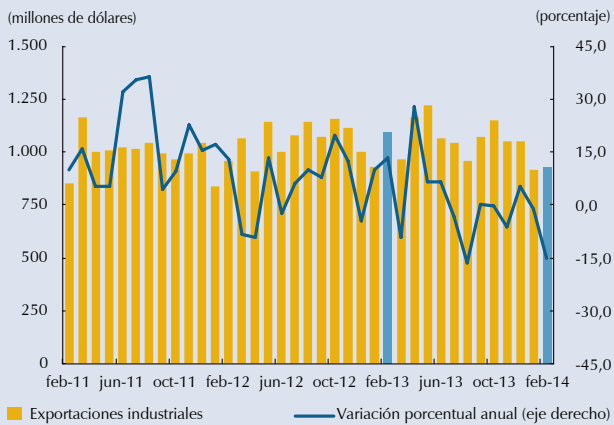
taron 0,9% anual, mostrando un incremento en todos los grupos de productos por uso o destino económico. Así, las compras externas de bienes de consumo, bienes intermedios y bienes de capital aumentaron 1,8%, 1,0% y 0,4% anual, respectivamente.

Durante el bimestre enero-febrero de 2014 el comportamiento de las exportaciones en dólares refleja la caída de las ventas externas de los productos industriales y de origen minero. Así, estas últimas registraron una caída de 5,3% anual en promedio para dicho período, al tiempo que las exportaciones industriales lo hicieron en un 8,7%. Las menores exportaciones mineras están asociadas con la reducción en

las ventas de oro, para el cual se registran disminuciones en su precio y volúmenes exportados, y caídas en ferróníquel y carbón, dadas las menores cotizaciones internacionales de estos productos. Por el contrario, las exportaciones de petróleo y derivados crecieron 0,2% anual en promedio para dicho bimestre, producto de la combinación de un aumento en las cantidades exportadas y de menores precios. La caída de las exportaciones industriales<sup>1</sup> registrada entre enero y febrero (Gráfico A) refleja menores ventas hacia los Estados

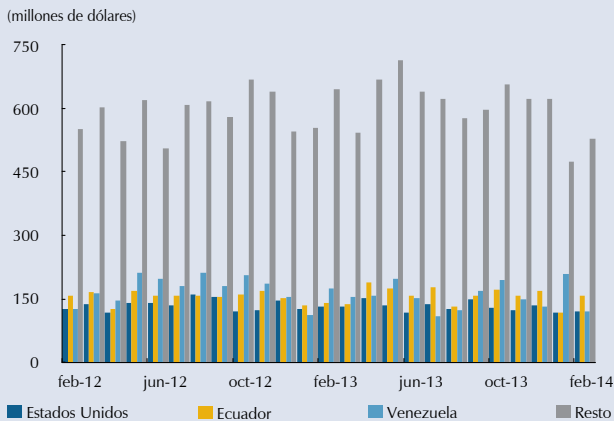
1 Estas exportaciones no incluyen petróleo y derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano y flores; y representan el 20% del total exportado en dicho período. Las exportaciones industriales representan el 96% de este grupo.

**Gráfico A**  
Exportaciones industriales y otros<sup>a/</sup>  
(mensual)



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

**Gráfico B**  
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto de destinos<sup>a/</sup>  
(mensual)



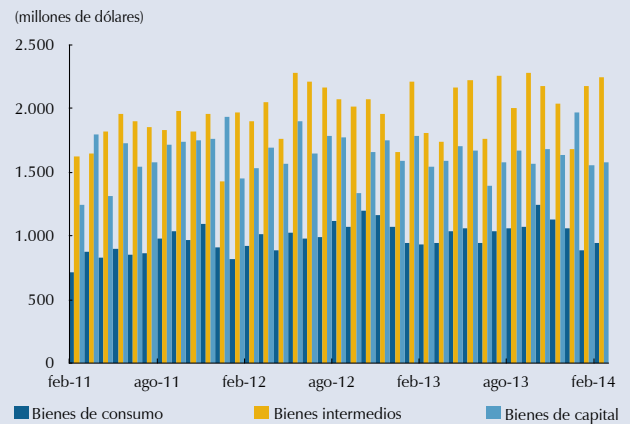
a/ No considera café, derivados del petróleo, ferróníquel ni oro.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Unidos y el resto de destinos, con reducciones anuales promedio para el bimestre de 7,7% y 16,5%, respectivamente. Por el contrario, las ventas de los productos industriales hacia Venezuela y Ecuador aumentaron 14,7% y 0,3% anual en el mismo período (Gráfico B). Es importante señalar que la disminución de las ventas externas al resto de destinos refleja principalmente la caída en las exportaciones de vehículos a México y Argentina.

En relación con las exportaciones de origen agrícola, estas registraron un aumento durante el bimestre de 15,7% anual, el cual obedeció al importante crecimiento de los volúmenes exportados de café, banano y flores durante este período (34%, 72% y 21% promedio anual, respectivamente).

En este mismo período el aumento de las importaciones FOB en dólares se debe, principalmente, al incremento de 10% promedio anual de bienes intermedios, impulsados por las mayores compras de combustibles y productos relacionados. A lo anterior se sumó un ligero crecimiento de las importaciones de bienes de consumo de 0,4% anual en promedio para dicho lapso. Por su parte, las compras de bienes de capital y de consumo se contrajeron durante el bimestre, al registrar una caída de 5,8% y 2,4% anual en promedio, respectivamente, reflejando las menores compras en equipo de transporte y en bienes no durables en cada caso (Gráfico C).

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

## Recuadro 1

### EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN COLOMBIA

Aarón Garavito  
Celina Gaitán  
Diego Sandoval  
Adrián Martínez\*

En economías con restricciones de tecnología y capital la inversión extranjera directa (IED) se convierte en una fuente importante de financiamiento de largo plazo. Los países con baja capacidad de ahorro o mercados financieros poco desarrollados no cuentan con los recursos suficientes para expandir su frontera productiva (Chenery y Srinivasan, 1989). En ese sentido, la IED canaliza el ahorro externo hacia los proyectos productivos que el país requiere para desarrollar su economía (Fedesarrollo, 2007), lo que tiene potenciales impactos positivos en el crecimiento económico, el empleo, la formación bruta de capital y el recaudo tributario, entre otros. La IED también puede generar mejoras en el proceso productivo mediante la transferencia tecnológica (Haddad y Harrison, 1993), dado que las empresas multinacionales utilizan técnicas, conocimientos y procedimientos enfocados a optimizar la producción, los cuales pueden transmitirse a las firmas nacionales.

Dada la importancia que estos capitales han adquirido para la economía colombiana, a continuación se presenta la evolución de la IED desde la década de los ochenta y se exponen las perspectivas sobre este tipo de inversiones.

#### 1. Evolución de la inversión extranjera directa en Colombia (1980-2013)

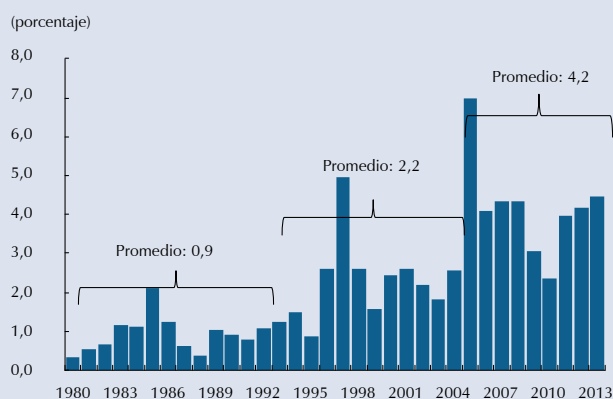
Hasta finales de los años ochenta el marco normativo de la IED fue muy restrictivo, pues limitaba la llegada de este tipo de capitales al país. La legislación de la época se destacaba por la prohibición de la participación del capital extranjero en algunos sectores económicos, las restricciones en cuanto al giro de utilidades y el acceso al crédito interno (Urrutia, 1996). Lo anterior se vio reflejado en niveles relativamente bajos de IED: menos del 1% del producto interno bruto (PIB) para el período 1980-1992 (Gráfico R1.1, paneles A y B)<sup>1</sup>, los cuales se concentraron en la extracción de recursos na-

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

1 Para el período 1980-1992 se realiza una estimación con base en los registros cambiarios de inversión del Banco de la República.

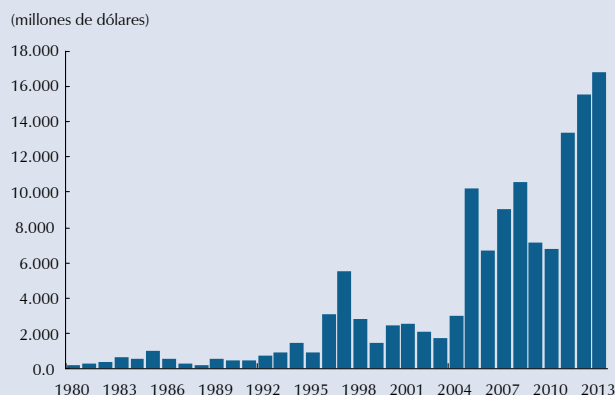
Gráfico R1.1

#### A. Inversión extranjera directa en Colombia (porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco de la República (Registros de inversión, 1980-1993; Balanza de Pagos, 1994-2013).

#### B. Inversión extranjera directa en Colombia

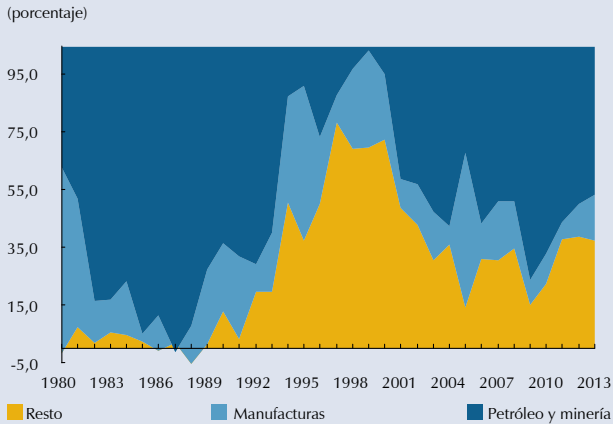


Fuentes: Banco de la República (Registros de inversión, 1980-1993; Balanza de Pagos, 1994-2013).

turales y, en menor medida, en industrias manufactureras ya existentes (Gráfico R1.2).

Para comienzos de la década de los noventa varias de las restricciones a la IED se habían eliminado, debido a las necesidades de financiamiento externo en un contexto de apertura económica, términos de intercambio relativamente bajos y acceso restringido al crédito internacional. En este sentido, se realizaron cambios relevantes en el régimen de inversiones internacionales que permitieron un trato igualitario para los nacionales y extranjeros, el acceso de estos últimos a casi la totalidad de actividades económicas y la supresión de ciertas restricciones a sus movimientos de capital. Posteriormente, se creó Proexport como agencia promotora de la IED y

**Gráfico R1.2**  
Distribución sectorial de la inversión extranjera directa en Colombia



Fuente: Banco de la República.

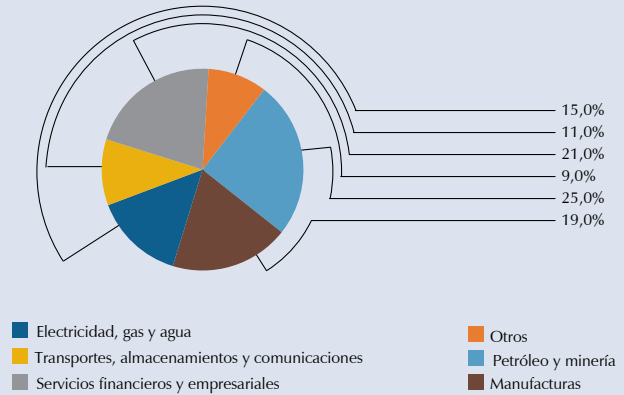
se firmaron acuerdos bilaterales (Garavito et al., 2013). Estas modificaciones al régimen de inversión favorables a la IED se observaron en todo el mundo como estrategia de los países por atraer este tipo de capitales (Unctad, 2000).

Este entorno más favorable para la IED, junto con otras modificaciones estructurales en la economía (flexibilización del mercado laboral, apertura económica y la política de privatización), además de una demanda interna creciente y cautiva, se reflejó en incrementos de este tipo de capitales y su diversificación sectorial. En efecto, para el período 1993-2004 la IED representó en promedio 2,3% del PIB, con algunas disminuciones importantes, en especial en los años cercanos a la crisis económica de finales de los años noventa (Gráfico R1.1, paneles A y B).

Estos recursos llegaron a diversas actividades productivas (gráficos R1.2 y R1.3), principalmente a aquellas dedicadas al mercado interno (servicios públicos, financieros y de telecomunicaciones) y, en menor medida, al sector industrial (algunas de estas firmas usaron el país como plataforma exportadora para la región) y de explotación de recursos naturales (carbón y petróleo). La mayor participación de la IED en la prestación de servicios siguió las tendencias internacionales en las cuales este sector ganó mayor participación. El creciente arribo de IED a este tipo de negocios obedece, en parte, a que la prestación de los servicios se realiza localmente, por lo cual las inversiones se deben trasladar geográficamente.

Aunque en estos años la IED aumentó frente a lo observado en la década de los ochenta, los flujos de IED se pudieron ver afectados por varios factores, como los bajos precios internacionales del petróleo y de algunos minerales, la inestabilidad macroeconómica generada en la crisis económica de finales de los años noventa, el deterioro de la seguridad interna, la falta de infraestructura y el rezago en educación, entre otros (Garavito et al., 2013).

**Gráfico R1.3**  
Distribución sectorial de los flujos de IED (acumulado 1993-2004)

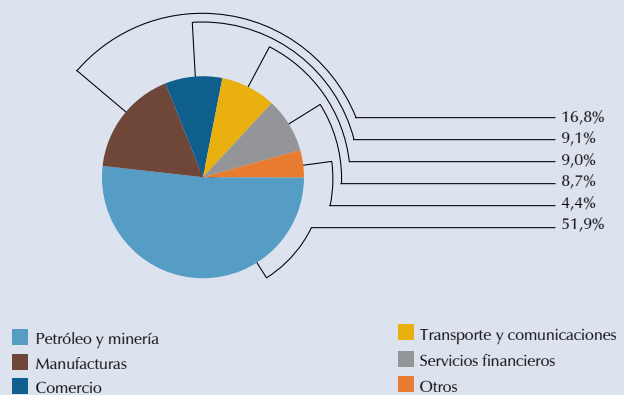


Fuente: Banco de la República.

Para los años siguientes (2004-2013) la IED se consolidó en el país como resultado de la estabilidad en el marco normativo, del crecimiento del mercado interno y de la mayor rentabilidad en las actividades de extracción de recursos naturales. De hecho, en este período la IED se ubicó por encima del 4% del PIB y se concentró principalmente en el sector de minería y petróleo, al que le siguió el de manufacturas (Gráfico R1.4). El incremento de la IED en minería y petróleo estuvo asociada con los mayores precios internacionales de las materias primas, los beneficios tributarios, la mejora en las condiciones de seguridad y, en el caso de petróleo, a un nuevo régimen fiscal más favorable al inversionista (López et al., 2012).

En cuanto al resto de sectores de la economía, se observa la consolidación de las empresas con IED en el país con el objetivo principal de atender el mercado interno y en menor medida el externo. En este segmento se destacan las firmas manufactureras, seguidas de las de transporte y comunicaciones (Gráfico R1.4). Para este tipo de firmas la reinversión

**Gráfico R1.4**  
Distribución sectorial de los flujos de IED (acumulado 2004-2013)

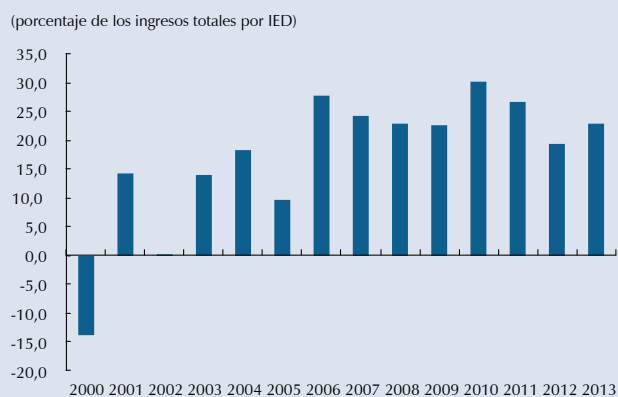


Fuente: Banco de la República.

de utilidades ha desempeñado un papel importante como instrumento de financiación. En efecto, estos recursos han llegado a representar cerca del 30% de sus ingresos por IED (Gráfico R1.5), lo que permitió, entre otras acciones, financiar a las empresas durante la crisis financiera de 2008 en un contexto de disminución de la liquidez internacional.

Aunque el país ha tenido éxito en atraer IED en el sector de la explotación de recursos naturales y en actividades enfocadas en especial al mercado interno, existen aspectos por mejorar en lo que se refiere al ingreso de inversiones para la creación de empresas exportadoras de bienes y servicios de mayor contenido tecnológico. Lo anterior, con el fin de potenciar los impactos positivos de la IED sobre el resto de la economía e incrementar los montos de este tipo de capital como fuente de financiación externa de largo plazo. En este sentido, algunos estudios (Kalin, 2009 y Fedesarrollo 2007) señalan que el país debe mejorar su infraestructura de transporte, garantizar la calidad de la educación superior, aumentar el gasto en ciencia y tecnología, mejorar los encadenamientos entre las empresas con IED y las empresas nacionales y simplificar aún más el régimen tributario y la normatividad para operar en el país.

**Gráfico R1.5**  
Reinversión de utilidades de los sectores diferentes a minería y petróleo



Fuente: Balanza de pagos. Banco de la República.

## 2. Perspectiva de la IED

Como se mencionó, el importante aumento de la IED en los últimos años, en particular para los sectores diferentes al petróleo, ha estado relacionado no solo con la llegada de nuevos capitales al país, sino también con las decisiones de reinversión de utilidades del capital extranjero en Colombia. Esta tendencia ha estado asociada con factores externos que estimularon dichas decisiones, dado un contexto de bajas tasas de interés en los países avanzados y la reducción del riesgo relativo en las economías emergentes, en especial para los países de América Latina. De esta manera, es importante se-

ñalar que las perspectivas de recuperación de las economías avanzadas, principalmente de la estadounidense, pueden implicar cambios en la disponibilidad de recursos de IED.

En primer lugar, cabría esperar que un panorama de menor incertidumbre y recuperación de las principales economías avanzadas implique un aumento de la percepción de riesgo relativo de las emergentes, reduciendo las entradas de capital extranjero hacia estas últimas. Adicionalmente, las mejores perspectivas para los desarrollados vendrían acompañadas, en los próximos años, de una normalización de su postura de política monetaria, lo que a su vez tendría implicaciones en las condiciones de liquidez global y en las expectativas de retornos para la inversión. Estos factores también podrían afectar la llegada de flujos de inversión al país.

A pesar de lo anterior, diferentes analistas han coincidido en señalar que los cambios en el contexto internacional podrían tener efectos distintos en el grupo de economías emergentes, teniendo en cuenta que su grado de exposición a los flujos financieros internacionales varía, al igual que la magnitud de sus desbalances macroeconómicos. En este sentido, Colombia parece estar en una condición relativa favorable para enfrentar los cambios esperados. Esta situación se confirma no solo con la respuesta moderada que ha tenido el país en sus indicadores, sino también con anuncios que ratifican la confianza del mercado en la economía local. Una evidencia al respecto fue el reciente anuncio de JP Morgan de aumentar la participación de la deuda pública colombiana en algunos de sus índices de inversión de portafolio. Estos factores podrían estar desempeñando un papel importante para mantener el interés inversionista en el país.

Un aspecto que hay que tener en cuenta para determinar las perspectivas de la IED es la existencia o no de grandes proyectos de inversión. Al respecto, en el país recientemente se han estructurado diversos proyectos que necesariamente estarán vinculados con la llegada de capital extranjero. Por una parte, se espera que todo el proceso de estructuración y desarrollo de los proyectos que configuran el plan de obras de infraestructura de cuarta generación del Gobierno atraiga inversionistas foráneos que complementen la capacidad de financiación interna y la tecnología necesaria para su desarrollo.

Asimismo, la entrada en operación de la tecnología 4G de telecomunicaciones estará asociada con una mayor capitalización por parte de las empresas del sector, que en su mayoría son de capital externo. Dichos recursos estarían enfocados en el desarrollo de la infraestructura requerida para la prestación de los nuevos servicios. Lo anterior sin dejar de lado las inversiones en el sector petrolero, que se estima seguirá siendo una fuente importante de recursos externos para el país en la medida en que las expectativas de exploración y desarrollo de nuevas áreas de producción se mantengan. A ello se suman los estímulos que traerá la definición de los parámetros de exploración de hidrocarburos no convencionales.

También, se resaltan los efectos esperados sobre la IED derivados de los tratados de libre comercio (TLC) recientemente firmados por el país o que se encuentran en trámite y que entrarían en vigencia en poco tiempo. En este sentido, la literatura<sup>2</sup> ha identificado el aumento de la IED como uno de los resultados más inmediatos de la puesta en marcha de los TLC entre los países, dada la posibilidad de acceder a mercados más amplios, de aprovechar ventajas en costos y productividad y de utilizar economías de escala, entre otros factores.

Esta idea ha sido corroborada con la experiencia de algunos países de la región, como México, Chile y Perú. En el primer caso, el TLC de América del Norte (Nafta, por su sigla en inglés) impactó positivamente la IED, la cual creció en promedio 15% anual en los primeros ocho años del tratado, con un aumento de 150% en el primer año. En Chile, por su parte, el incremento de estos recursos fue en promedio de 13% anual para los primeros años de vigencia del acuerdo bilateral con los Estados Unidos, lo que significó dos puntos adicionales de IED como porcentaje del PIB. Para Perú un mismo tratado de este tipo ha ido de la mano con mayores recursos de inversión, los cuales aumentaron 19% anual en promedio en los dos últimos años.

Todo lo anterior soporta la proyección de unos flujos de IED hacia Colombia que se mantendrían en niveles altos, similares a los registrados en los últimos años, a pesar de que los cambios en el contexto internacional, expresados en mejores condiciones de inversión en los países avanzados, menor liquidez global y menores perspectivas de crecimiento en las economías emergentes puede generar una moderación en la entrada de flujos extranjeros a los países en desarrollo. En Colombia circunstancias como una mejor percepción de riesgo frente a otros emergentes, los proyectos de infraestructura y telecomunicaciones anunciados, el dinamismo del sector petrolero y la firma de tratados de libre comercio pueden compensar con creces el primer efecto.

---

2 Por ejemplo, estos efectos han sido reconocidos ampliamente por la OMC (1997), así como en algunos estudios empíricos como lo son Bae y Joon Jang (2013) y Worth (1998).

## Referencias

- Bae, C.; Joon Jang, Y. (2013) "The Impact of Free Trade Agreements on Foreign Direct Investment: The Case of Korea", *Journal of East Asian Economic Integration*, n.º 17, n.º 4, pp. 417-445.
- Chenery, H.; Srinivasan, T. N. (1989). *Handbook of Development Economics*, vol. II, North Holland.
- Fedesarrollo (2007). *Impacto de la inversión extranjera en Colombia: situación actual y perspectivas (informe final)*, proyecto elaborado por Fedesarrollo para Proexport, diciembre.
- Garavito, A.; Iregui, A. M.; Ramírez, M. T. (2013). "Inversión extranjera directa en Colombia: evolución, indicadores y determinantes a nivel de firma", en A. Velasco y H. Rincón (eds.), *Flujos de capital, choques externos y respuestas de política en países emergentes*, Banco de la República, Bogotá.
- Haddad, M.; Harrison, A. (1993). "Are There Positive Spillovers from Direct Foreign Investment? Evidence from Panel Data for Morocco", *Journal of Development Economics*, vol. 42, n.º 1, North-Holland.
- Kalin, Y. (2009). "FDI in Colombia: Policy and economic effects", *Minor Field Studies*, n.º 196, Department of Economics, Lund University, Lund, Suecia, octubre.
- López, E.; Montes, E; Garavito, A.; Collazos, M. M. (2013). "La economía petrolera en Colombia"; en A. Velasco y H. Rincón (eds.), *Flujos de capital, choques externos y respuestas de política en países emergentes*, Banco de la República, Bogotá.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2000). *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, Publicación de las Naciones Unidas, Nueva York y Ginebra.
- Urrutia, M. (1996). "Inversión extranjera en Colombia: un recuento", *Nota Editorial, Revista del Banco de la República*, vol. LXIX, n.º 829, noviembre.
- World Trade Organization (1997). "Trade and foreign direct investment", *WTO News: Press Releases*.
- Worth, T. (1998). "Regional Trade Agreements and Foreign Direct Investment: Regional Trade Agreements and US Agriculture", *Agricultural Economic Report*, n.º 771, USDA-ERS.



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

**En el cuarto trimestre de 2013 la economía colombiana creció 4,9%** y en el año completo lo hizo a 4,3%. El dinamismo de la demanda interna explicaría principalmente este resultado.

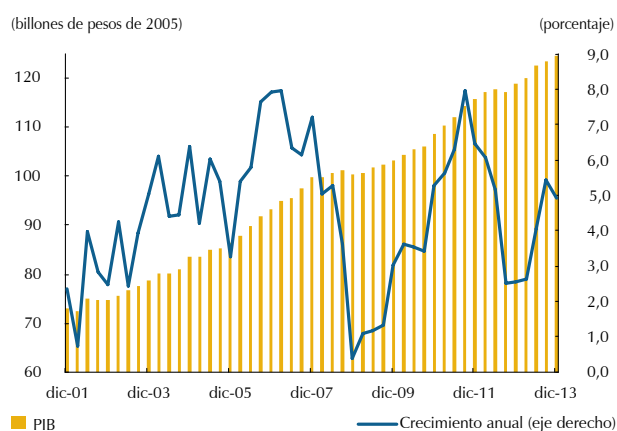
**Durante el primer trimestre de 2014 el PIB habría mantenido** un buen ritmo de expansión, también similar al registrado hacia finales del año pasado. El consumo privado y la inversión habrían contribuido activamente al desempeño de la demanda interna.

**Por ramas de actividad, se destacaría el desempeño** de sectores como el comercio, la construcción, el cafetero y en menor medida la industria, la cual mostraría señales iniciales de recuperación.

### A. EL PIB EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2013 Y EN TODO 2013

Según el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en el último trimestre de 2013 la economía colombiana se expandió 4,9% frente al mismo período del año anterior. Con esto, el incremento anual del PIB para todo 2013 fue de 4,3% (Gráfico 14). Ambas cifras se ubicaron en la parte superior de los intervalos de pronóstico presentados en el anterior *Informe sobre Inflación*. Cabe señalar que el DANE revisó ligeramente a la baja la tasa de crecimiento para 2012, la cual pasó de 4,2% a 4,0%.

Gráfico 14  
Producto interno bruto  
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La dinámica del PIB fue dispar entre semestres. La primera mitad del año se caracterizó por la presencia de algunos choques de oferta negativos en el sector minero y por un mediocre desempeño de la inversión. Estos hechos fueron superados con creces durante el segundo semestre, período en el cual la economía colombiana mostró un desempeño favorable por cuenta del impulso que se originó desde el gasto en construcción (en parte, resultado de políticas gubernamentales) y por un entorno macroeconómico con condiciones

*La demanda interna contribuyó de manera dinámica a la expansión de la actividad económica en 2013.*

amplias de liquidez, de crédito y de bajas tasas de interés. Estas circunstancias, y un mercado laboral que continuó mostrando una mejoría importante, ayudaron a fortalecer la confianza de los consumidores, la cual se ubicó significativamente por encima de su promedio desde 2001, según cifras publicadas por Fedesarrollo.

Todo lo anterior permitió que la demanda interna desempeñara un papel importante y que contribuyera de manera activa a la expansión de la actividad económica. El agregado para todo el año mostró leves aceleraciones en su tasa de crecimiento anual (al pasar de 4,6% en 2012 a 4,9% en 2013), determinadas, sobre todo, por el desempeño de la formación bruta de capital durante la segunda mitad del año. Por su parte, el consumo interno presentó una senda de crecimiento estable a lo largo de 2013, lo que significó un incremento anual de 4,7% (4,9% en el cuarto trimestre, Cuadro 4).

Con respecto a este último componente del gasto, se destacó el comportamiento del consumo final del Gobierno, el cual se expandió a una tasa anual de 6,0% en 2013, y el consumo de los hogares lo hizo en un 4,5%. En particular, para el cuarto trimestre los crecimientos fueron de 6,1% y 4,9%, respectivamente. Por tipo de bienes, se observaron aceleraciones en el dinamismo del consumo de semidurables y en el de no durables (5,1% y 3,6% en 2012 frente a 6,8% y 4,3% en 2013), en contraste con la desaceleración del consumo de bienes durables (Cuadro 4).

Cuadro 4  
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2012	2013				2013
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
<b>Consumo total</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>
Consumo de hogares	4,4	4,2	4,6	4,5	4,9	4,5
Bienes no durables	3,6	3,7	4,7	3,9	4,9	4,3
Bienes semidurables	5,1	6,4	6,1	7,1	7,5	6,8
Bienes durables	7,6	2,1	4,4	5,5	3,8	3,9
Servicios	4,5	4,2	4,3	4,3	4,4	4,3
Consumo final del Gobierno	5,7	5,9	5,9	6,1	6,1	6,0
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>4,5</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>11,7</b>	<b>9,9</b>	<b>4,9</b>
Formación bruta de capital fijo	4,6	3,2	0,6	11,3	8,0	5,7
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(13,5)	(1,0)	(6,7)	(9,5)	(11,7)	(7,3)
Maquinaria y equipo	13,1	0,7	4,2	4,6	4,6	3,6
Equipo de transporte	(11,0)	(10,8)	(10,2)	(1,5)	11,8	(3,0)
Construcción y edificaciones	5,1	9,8	8,0	27,0	(2,0)	9,8
Obras civiles	5,3	6,9	(1,7)	19,1	20,4	10,4
Servicios	7,2	4,2	(2,0)	12,9	3,4	4,4
<b>Demanda interna</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>4,9</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>6,1</b>	<b>0,6</b>	<b>10,5</b>	<b>2,4</b>	<b>7,9</b>	<b>5,3</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>8,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>4,5</b>	<b>2,1</b>
<b>PIB</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.



*El consumo privado mantuvo un ritmo de expansión aceptable a lo largo de 2013, un poco por encima de su promedio desde 2000.*

En general, el consumo privado mantuvo un ritmo de expansión aceptable a lo largo del año, beneficiado, sobre todo, por un mayor poder adquisitivo del ingreso de los hogares por cuenta de una inflación que cerró el año por debajo del 2,0%, unas condiciones laborales que reflejaron una mejoría en el mercado de trabajo, un nivel relativamente alto de confianza y un buen crecimiento del crédito con tasas de interés bajas.

Con respecto al comportamiento de la formación bruta de capital fijo (FBCF), a lo largo de 2013 este agregado tuvo una dinámica mixta. La primera mitad del año se caracterizó por registrar tasas de crecimiento anual mediocres (1,9% en promedio), mientras que para el segundo semestre se observó una recuperación importante (9,7%). Los movimientos de este rubro estuvieron determinados, en gran medida, por el desempeño de la inversión en construcción, tanto de edificaciones como de obras civiles. En el primer caso la expansión durante la primera mitad del año fue de 8,9% anual, para luego acelerarse y mostrar un 12,5% durante el segundo semestre. En las obras civiles, por su parte, la aceleración fue más evidente, pues los incrementos fueron de 2,6% y 19,8%, respectivamente. Con lo anterior, los componentes de la inversión en construcción mostraron mejores resultados con respecto a los registros de 2012 (Cuadro 4).

Otros renglones que conforman la FBCF se desaceleraron; en 2013 el gasto de inversión en maquinaria y equipo creció tan solo 3,6%, mientras que en 2012 lo había hecho en 13,1%. Ello sucedió en el primer semestre, pues en el segundo este agregado se aceleró. Por su parte, la inversión en equipo de transporte cayó 3,0% en el año, contracción que pudo haber sido mayor de no ser por el buen desempeño que tuvo este rubro durante el cuarto trimestre (11,8%), el cual estuvo relacionado principalmente con los esfuerzos de renovación de la flota de aviones por parte de algunas compañías del sector de transporte aéreo de carga y de pasajeros. La inversión en agricultura y en servicios también mostró un comportamiento débil.

En comercio exterior, 2013 conllevó una reducción en el ritmo de crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones, mayor en el segundo caso que en el primero. Las importaciones se desaceleraron (de 8,9% en 2012 a 2,1% en 2013) en un contexto de un menor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo, equipo de transporte y del consumo de bienes durables. Por su parte, las exportaciones, que pasaron de crecer 6,1% en 2012 a 5,3% en 2013, enfrentaron distintos choques de oferta en el sector minero (en especial en la cadena productiva del carbón), los cuales suscitaban caídas en las cantidades exportadas. Las ventas de bienes agrícolas e industriales compensaron de manera parcial el resultado anterior.

*Los sectores más dinámicos en 2013 fueron la construcción, los servicios sociales y el agropecuario.*

Por el lado de la oferta, las mayores tasas de crecimiento se observaron, en su orden, en construcción, servicios sociales, comunales y personales, y en el sector agropecuario (Cuadro 5). La actividad industrial fue la única gran rama que mostró una contracción anual. El resto de sectores se expandieron a tasas superiores a las del PIB total, excepto en transporte. Por su parte, la minería mostró alguna recuperación hacia el final del año.

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

Ramas de actividad	2012	2013				2013
		I trim.	II trim.	III trim	III trim	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,5	3,5	7,2	4,8	5,2	5,2
Explotación de minas y canteras	5,6	0,8	4,3	6,7	7,7	4,9
Industria manufacturera	(1,1)	(5,0)	0,9	(0,5)	(0,1)	(1,2)
Electricidad, gas y agua	2,1	4,5	5,8	4,0	5,4	4,9
Construcción	6,0	8,2	2,4	21,7	8,2	9,8
Edificaciones	5,9	9,0	7,4	25,1	(1,6)	9,2
Obras civiles	6,0	7,4	(1,5)	20,1	18,1	10,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4,3	2,9	4,3	4,7	5,5	4,3
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,9	2,4	3,1	3,4	3,6	3,1
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	5,0	3,7	4,2	5,7	4,9	4,6
Servicios sociales, comunales y personales	5,0	4,7	5,2	5,0	6,3	5,3
Subtotal valor agregado	3,9	2,5	4,0	5,4	5,0	4,2
Impuestos menos subsidios	5,1	3,8	4,6	5,6	4,1	4,5
<b>PIB</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

*En el sector agropecuario el principal impulso provino de la producción cafetera, la cual creció en todo el año 22,3%.*

En 2013 el sector de desempeño más sobresaliente fue el de la construcción, tanto de obras civiles (10,4%) como de edificaciones (9,2%). El comportamiento de la primera rama estuvo ligado a la buena dinámica registrada para el grupo de vías de agua, puertos, represas, acueductos y alcantarillados, y para el de vías férreas, pistas de aterrizaje y sistemas de transporte masivo. Por su parte, el comportamiento de las edificaciones estuvo explicado por el efecto de una baja base de comparación con respecto al año anterior, una ejecución más alta en las etapas del proceso constructivo con mayor valor agregado y la realización de las primeras fases de los programas de vivienda de interés prioritario por parte del Gobierno, esto último, sobre todo, en la segunda mitad del año. Hacia final del año, entre octubre y diciembre, el sector de la construcción mostró una expansión de 8,2%, principalmente por el fuerte dinamismo de las obras civiles (18,1%).

En el caso del sector agropecuario, una contribución importante al crecimiento provino de la producción cafetera, la cual aumentó 22,3% en todo el año. La consolidación de la totalidad de hectáreas productivas para el café, junto con el incremento en la productividad<sup>5</sup>, generado por el programa de renovación de cultivos, permitieron afianzar expansiones significativas y sostenidas de la producción de

5 De acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, la renovación de cafetales emprendida por el gremio no solo ha permitido tener árboles más jóvenes y resistentes a enfermedades (como el hongos de la roya), aparte de los efectos climáticos, sino también ha sido factor fundamental para elevar la productividad por hectárea, la cual pasó de 11,1 sacos de café verde por hectárea en 2012 a cerca de 14,5 sacos en 2013. Debe mencionarse que se han renovado más de 460.000 hectáreas de cultivo durante estos cinco años.

*Aunque la minería mostró un crecimiento por encima del PIB (4,9%), este dista de manera significativa de las expansiones de los últimos cinco años (10,2% en promedio).*

café durante 2013. Fuera del café, otras subramas con un buen desempeño fueron la de los cultivos transitorios y, en menor medida, la de sacrificio de ganado.

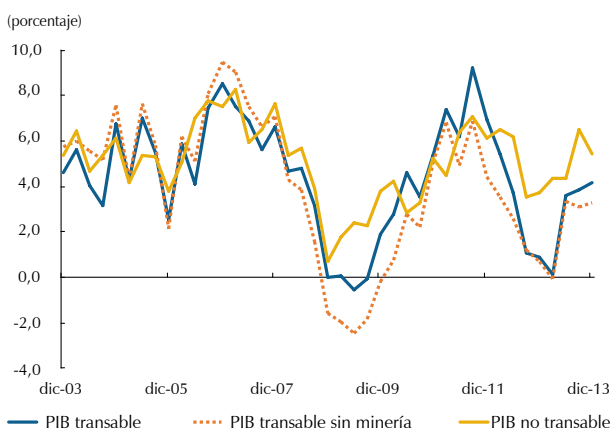
Los servicios sociales, comunales y personales mostraron una aceleración en el segundo semestre, creciendo a una tasa anual de 5,7%, luego del 5,0% reportado para la primera mitad del año. Esto se explica, en parte, por la anticipación de algunos gastos antes del inicio de la Ley de Garantías en enero de 2014. En todo 2013 su expansión fue de 5,3%, frente al 5,0% de 2012, lo que se debió, sobre todo, a un aumento sostenido desde abril de los rubros relacionados con la administración pública y la defensa, y de asistencia social y salud.

Al igual que en los últimos cinco años, la minería continuó mostrando crecimientos por encima de la economía en su conjunto (4,9%). Sin embargo, este resultado dista de manera significativa de las expansiones observadas en los últimos cinco años (10,2%). El comportamiento dentro de las subramas fue dispar: mientras que la producción del grupo de petróleo y gas (7,8%) y minerales no metálicos (8,6%) presentaron incrementos importantes, la producción de carbón (-4,0%) y minerales metálicos (-4,2%) cayó. En particular, en el caso del carbón, la parálisis de su producción en el primer y tercer trimestres del año estuvo asociada con las huelgas y problemas de transporte del mineral al puerto. No obstante, durante el cuarto trimestre se observó una notable recuperación (16,7%). En el caso del petróleo, la producción promedio anual fue de 1.005.000 barriles diarios, cifra que no fue suficiente para alcanzar la meta propuesta por las autoridades al inicio del año (alrededor de 1.040.000 barriles diarios). Para la última parte del año el petróleo reportó una desaceleración, pero continuó expandiéndose a una tasa por encima de la del PIB total (5,7%).

Con respecto a la industria, por segundo año consecutivo se observó un retroceso que se explicaría por una débil demanda externa, una mayor competencia internacional y algunos choques de oferta. Así, esta gran rama de actividad mostró una caída del valor agregado de 1,2% en 2013, luego de la disminución de 1,1% en 2012. Dentro del sector se apreciaron diferentes comportamientos, con disminuciones fuertes en subramas como la de hilados, equipo de transporte, cuero y calzado, e imprenta y editoriales, y expansiones en otras, como alimentos y bebidas, trilla de café, tabaco y refinación de petróleo.

De esta manera, durante todo 2013 el PIB de los sectores transables se expandió 2,9%, luego del 2,7% observado en 2012. Al excluir minería ocurre algo similar. El crecimiento de los sectores no transables fue mayor y se situó en 5,2% en 2013, frente al 4,9% de 2012 (Gráfico 15). En términos trimestrales, la aceleración en ambos sectores se registró en la segunda

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La información disponible para el primer trimestre de 2014 sugiere que el PIB habría crecido a una tasa similar a la registrada hacia finales del año pasado.

mitad del año, terminando el período octubre-diciembre con crecimientos de 4,2% y 5,4% para el PIB transable y no transable, respectivamente.

## B. EL PIB DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2014

La información disponible para el primer trimestre sugiere que el PIB habría crecido a una tasa similar a la registrada hacia finales del año pasado, en un contexto donde la actividad global siguió expandiéndose a un ritmo moderado, los términos de intercambio se mantuvieron en niveles relativamente estables, y la percepción de riesgo hacia las economías de América Latina se redujo. Cabe resaltar que el buen desempeño del aparato productivo habría sido influenciado por un mayor número de días hábiles debido a la presencia de Semana Santa en abril (y no en marzo, como sucedió en 2013).

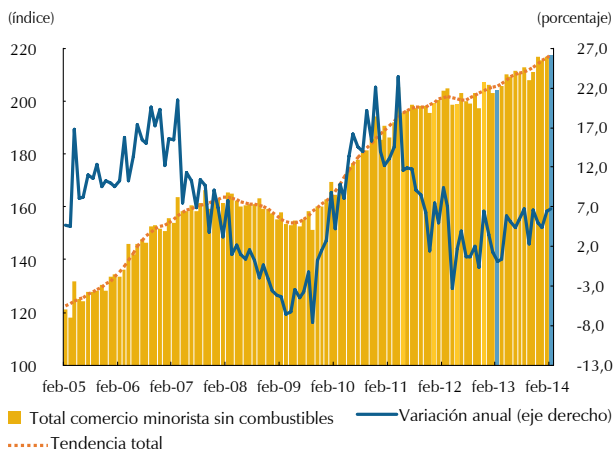
Debido a lo anterior, el consumo privado habría crecido a un buen ritmo durante el primer trimestre, como se desprende de la dinámica observada de los indicadores de gasto, ingreso y financiamiento de los hogares. Por su parte, el consumo del Gobierno habría seguido contribuyendo a la expansión de la economía, aunque en menor medida que lo observado hacia finales del año pasado. La Ley de Garantías habría propiciado una desaceleración de este rubro. En contraste, la inversión, sobre todo aquella relacionada con equipo de transporte y construcción de obras civiles, habría mostrado un dinamismo más moderado.

Dentro de los indicadores de gasto se destacan los resultados más recientes de la *Muestra mensual de comercio al por menor* (MMCM) publicados por el DANE, los cuales confirman las perspectivas del buen desempeño del consumo de los hogares. De acuerdo con esta información, en el bimestre enero-febrero el índice de ventas minoristas se expandió, en promedio, 6,6% frente al mismo período

de 2013. En particular, en febrero lo hizo en un 6,7% anual, una de las cifras más altas de los últimos 24 meses (Gráfico 16). El componente tendencial de esta serie continúa mostrando un comportamiento vigoroso, que se ha mantenido a lo largo de los últimos dos años. Al descontar las ventas de vehículos, el incremento fue de 4,6% y 5,2% anual durante el primer bimestre y en febrero, respectivamente.

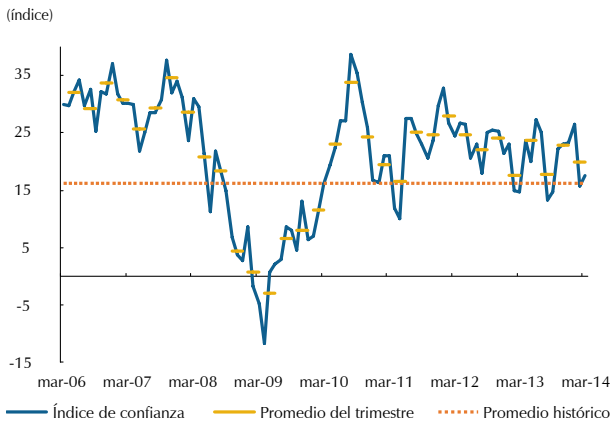
Con respecto al consumo de bienes durables, se registraron incrementos importantes en las ventas de vehículos. Según las cifras publicadas por el DANE, las ventas minoristas de automóviles se expandieron 16,3% durante el primer bimestre del año (13,2% en febrero). Esta dinámica se confirma con las cifras publicadas por Econometría, las cuales muestran una expansión de 11,1% durante el primer trimestre. Este aumento significa una aceleración importante frente al

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 17**  
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral

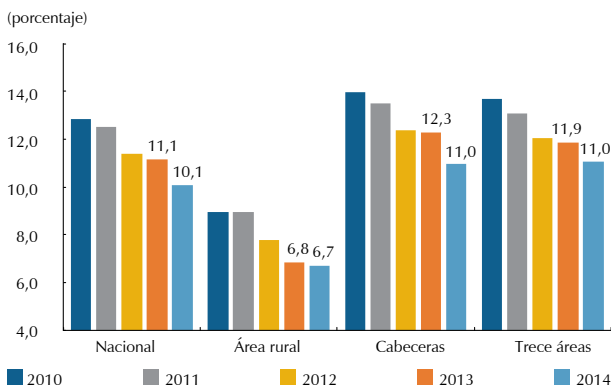


Fuente: Fedesarrollo.

dato del último cuarto de 2013, período en el cual se contrajeron 1,1%. El número de ventas de automóviles fue mayor en cerca de 7.400 unidades frente al mismo trimestre del año pasado.

Otro indicador que ofrece indicios sobre el desempeño del consumo de las familias es el índice de confianza del consumidor, publicado por Fedesarrollo. Si bien en los primeros tres meses del año este se ubicó, en promedio, un poco por debajo del dato para el cuarto trimestre de 2013 (Gráfico 17), su nivel continuó por encima del promedio histórico desde 2001. Este comportamiento sugiere que el dinamismo del consumo de las familias se habría mantenido durante la primera parte de 2014.

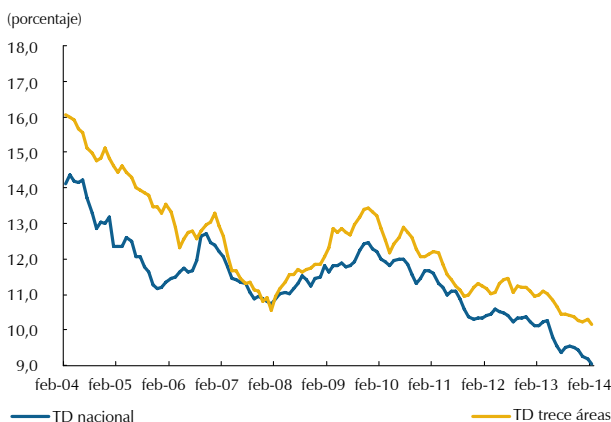
**Gráfico 18**  
Tasa de desempleo  
(trimestre móvil diciembre-enero-febrero)



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

Además de la confianza de los hogares, los indicadores del mercado laboral también sugieren un buen comportamiento del consumo durante el primer semestre. Con información a febrero, la tasa de desempleo continuó cayendo en todos los dominios geográficos, aunque a un menor ritmo. Para el total nacional se ubicó en 10,1%, mientras que para las trece principales áreas metropolitanas lo hizo en 11,0% (Gráfico 18). Al corregir por estacionalidad, la serie sigue mostrando una tendencia descendente, tanto en el total nacional, como en las trece áreas (Gráfico 19).

**Gráfico 19**  
Tasa de desempleo (TD)  
(trimestre móvil desestacionalizado)



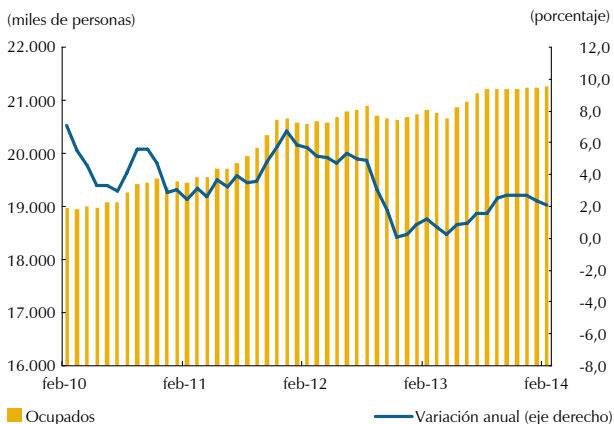
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Lo anterior es en gran medida resultado de una mayor expansión del número de ocupados, los cuales en el trimestre móvil diciembre-febrero crecieron 2,1% anual en el total nacional y 2,6% en las trece principales áreas metropolitanas (Gráfico 20 paneles A y B). Estos incrementos se dieron principalmente en aquellos trabajadores catalogados como asalariados, algo que estaría asociado con mejores condiciones de trabajo e ingresos laborales. Durante el mismo período, en las trece áreas este tipo de empleados se incrementó en un 2,8% anual, mientras que el no asalariado lo hizo en un 2,4% (Gráfico 21).

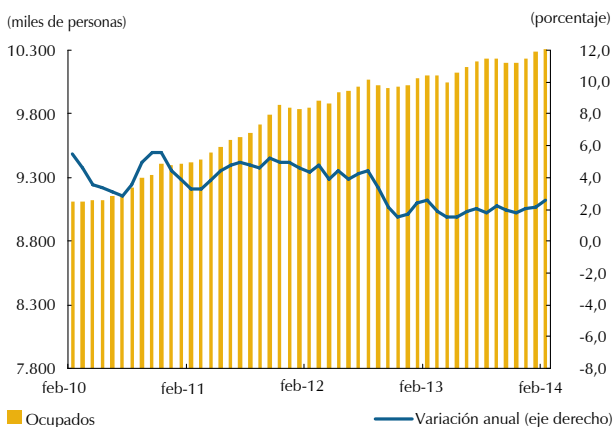
En el primer trimestre el crédito siguió favoreciendo el gasto de los hogares. El de consumo en términos reales aumentó 8,9%, un ritmo todavía alto, aunque menor que el del cuarto trimestre del año pasado (9,8%) y en todo 2013 (11,4%). Por su parte, las tasas de interés reales de los hogares también fueron menores durante el

Gráfico 20  
Número de ocupados y variación anual

A. Total nacional

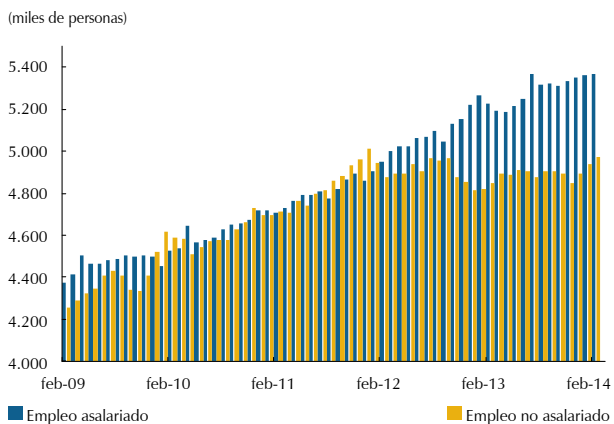


B. Trece principales áreas metropolitanas



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

Gráfico 21  
Empleo por tipo de ocupación  
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



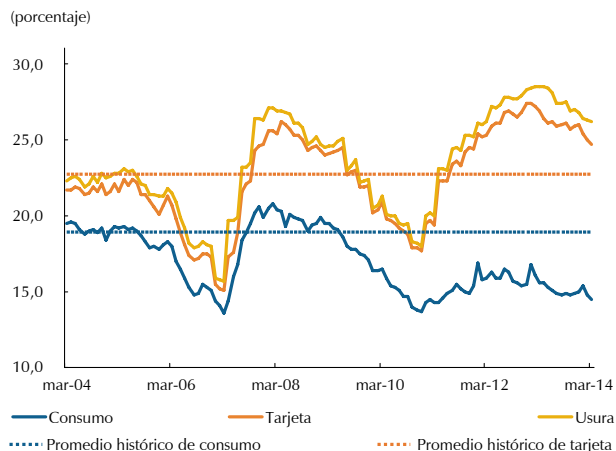
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

primer trimestre de 2014, esto por cuenta de las mayores tasas de inflación registradas en los últimos meses (Gráfico 22).

En la inversión, para el primer trimestre del año se prevé un buen crecimiento, pero menor que el registrado hacia finales de 2013. Esta desaceleración se habría dado por menores expansiones en los renglones de obras civiles y de equipo de transporte, que no habrían sido compensadas enteramente por el buen desempeño de la inversión en maquinaria y equipo. Dentro de los indicadores que sustentan este comportamiento está el balance de expectativas de inversión de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE), el cual sugiere que la formación bruta de capital sin obras civiles ni construcción habría mantenido su dinámica durante el primer trimestre del año (Gráfico 23). Por su parte, las importaciones de bienes de capital en términos reales siguieron expandiéndose a un ritmo favorable durante dicho trimestre, lo que también se vería reflejado en las cifras de las cuentas nacionales.

Por el lado de la oferta, el balance de los distintos indicadores disponibles de actividad es mixto y sugiere que la economía colombiana crecería a una tasa similar a la del cuarto trimestre. Por una parte, hay noticias favorables en sectores como el comercio, la construcción, el cafetero y, en menor medida, en la industria (la cual muestra alguna recuperación). Por otra parte, la producción de petróleo se desaceleró significativamente y se

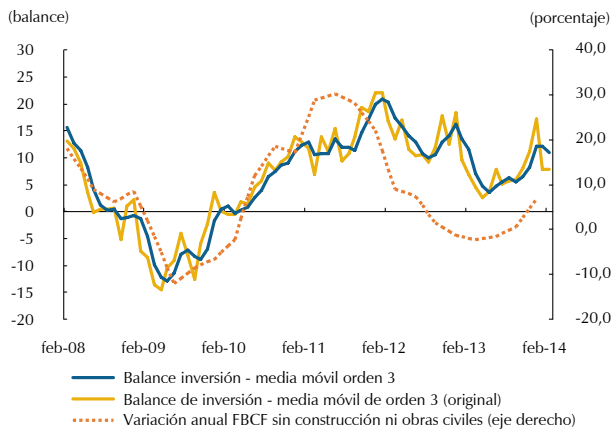
Gráfico 22  
Tasas de interés reales de los hogares  
(deflactadas con el IPC sin alimentos)



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

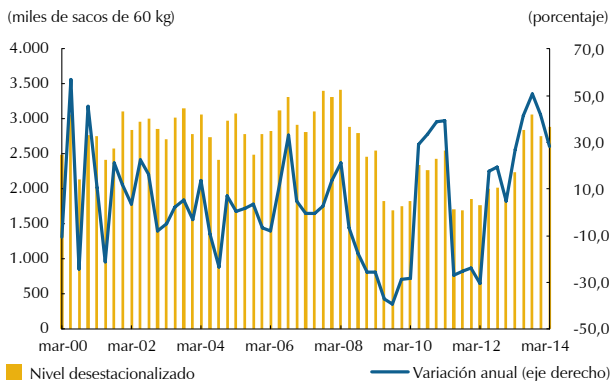


**Gráfico 23**  
Balance expectativas de inversión (EMEE) vs. variación anual de la FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles  
(trimestre móvil de orden 3, variación anual)



FBCF: formación bruta de capital fijo.  
Fuente: DANE y Banco de la República (*Encuesta mensual de expectativas económicas - EMEE*); cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 24**  
Producción de café  
(trimestral y crecimiento anual)



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

espera una producción de carbón no tan dinámica como la observada en el cuarto trimestre de 2013, debido a los problemas de transporte del producto al puerto por parte de la empresa Drummond, una de las más grandes del país.

El sector cafetero reportó un crecimiento de 28,0% en su producción durante el primer trimestre de 2014, luego del 41,2% en el cuarto trimestre de 2013, de acuerdo con las cifras publicadas por la Federación Nacional de Cafeteros. Este dinamismo lo ratifican las cifras de exportaciones publicadas por aquella entidad y por el DANE a febrero de 2014. Según el gremio, la renovación de cerca de 460.000 hectáreas de cultivo en los últimos cinco años se ha traducido en un aumento de la productividad promedio de las plantaciones, como se había mencionado en informes anteriores (Gráfico 24).

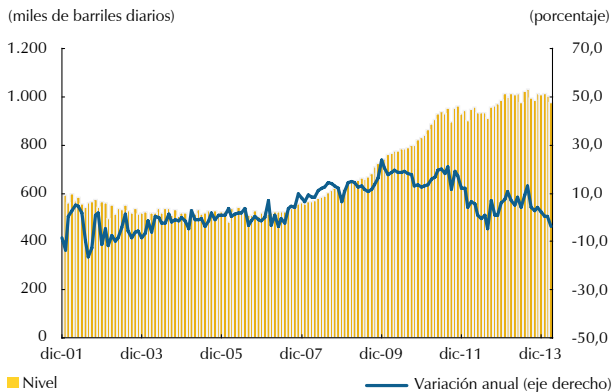
En cuanto al comercio, se espera que su ritmo de expansión continúe siendo favorable con base en el buen desempeño de las ventas al por menor, como ya se mencionó. Coherente con ello, en febrero de 2014 se destaca el incremento de 2,9% anual registrado en el empleo generado por esa rama, el cual se explica por un aumento en la contratación de personal permanente (5,2%), frente a una disminución de la contratación de personal temporal por intermedio de agencias (-4,0%).

En construcción los pocos indicadores disponibles sugieren un desempeño que continuaría siendo favorable en el primer trimestre, pero menos dinámico que el del cuarto trimestre de 2013, por lo menos en el caso de la destinada a edificaciones. Con información

a febrero, la producción y los despachos de cemento crecieron 10,2% y 11,7%, respectivamente. Las licencias de construcción mostraron un comportamiento favorable, pero menor que el de trimestres anteriores, al exhibir una expansión anual de 2,55% y un crecimiento acumulado a doce meses de 9,6% en febrero (en diciembre había sido 15,9%). Como se señaló, pese a la desaceleración, se espera que el sector exhiba cifras importantes, apoyadas en los estímulos del Gobierno (viviendas de interés prioritario y subsidios en tasas de interés para créditos hipotecarios) y en el buen desempeño del licenciamiento. En obras civiles, acorde con lo expuesto, por el lado de la oferta también se prevé un crecimiento positivo y similar al del registrado durante el trimestre anterior.

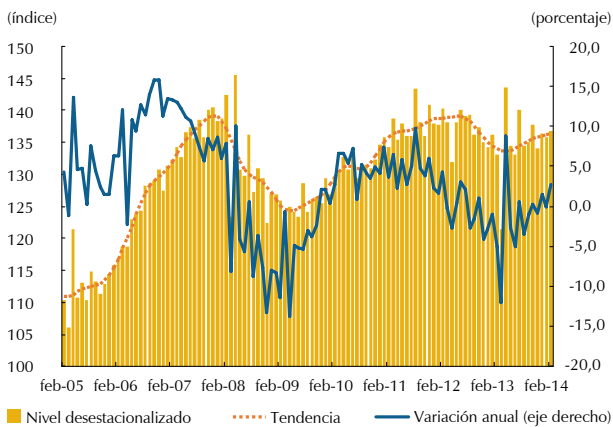
En la minería el panorama es menos favorable que hace tres meses: la producción de petróleo se desaceleró significativamente y el desempeño del sector carbonífero es bastante incierto. En marzo la producción de petróleo se ubicó por debajo del

Gráfico 25  
Producción de petróleo  
(nivel y crecimiento anual)



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

Gráfico 26  
Índice de producción industrial sin trilla de café  
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

millón de barriles diarios (977 mbd), con lo cual se observó una contracción de 3,5%. En promedio, durante el primer trimestre la producción fue de 997 mbd, muy por debajo de lo esperado por el gremio y las metas propuestas por las autoridades económicas (Gráfico 25). La desaceleración podría ser atribuida a los problemas de seguridad que afectaron la infraestructura en el mes de marzo de 2014. En lo que respecta al carbón, aunque se espera un aumento de su producción frente al trimestre anterior, la incertidumbre sobre su desempeño es alta y no se descartan los efectos que pudieran tener las parálisis de actividades por parte de la Drummond a lo largo del trimestre.

En los primeros dos meses de 2014 la manufactura mostró alguna recuperación, luego de las contracciones del año anterior. De acuerdo con cifras de la *Muestra mensual manufacturera* (MMM), el índice de producción industrial sin trilla de café del DANE creció 2,8% en febrero de 2014, con lo cual el año corrido acumula una leve expansión de 1,3% (Gráfico 26). Dentro de la rama se siguió apreciando una gran heterogeneidad en los resultados, mientras que subsectores como ingenios (23,5%), otros productos alimenticios (9,9%), otros tipos de transporte (14,8%), elaboración de bebidas (6,2%) y sustancias químicas (6,1%) registraron crecimientos positivos importantes, otros subsectores, como edición e impresión (-18,3%), vehículos automotores (-5,7%) y productos de caucho (-29,0%) reportaron caídas significativas. Esto dificulta el diagnóstico sobre el comportamiento agregado del sector.

De acuerdo con la Asociación Nacional de Industriales de Colombia (ANDI), aunque los empresarios han percibido un aumento de la competencia de productos importados a lo largo del año en el mercado interno, se ha observado una mejora en la percepción de la demanda de sus productos. Asimismo, con información al mismo mes, la encuesta de Fedesarrollo reportó una leve caída en los indicadores de existencias y mantuvo el de pedidos en niveles favorables. Los componentes tendenciales sugieren que la industria estaría comenzando su proceso de recuperación, aunque de manera lenta.

Cabe señalar que el efecto del menor número de días hábiles que afectó el comportamiento de la industria en el primer trimestre de 2013, tendría un impacto positivo para el mismo período del presente año, ya que la Semana Santa fue en abril. Este hecho lo confirma la demanda de energía no regulada para la industria, que pasó de crecer un 5,0% en el cuarto trimestre de 2013 a 13,2% en los primeros



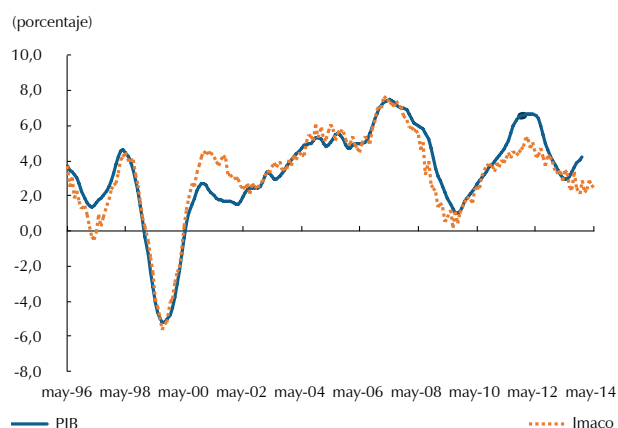
tres meses de 2014. En marzo la expansión de esta variable, altamente correlacionada con la producción industrial, fue de 22,1%, lo que sugiere que en dicho mes la industria podría crecer a una tasa positiva importante. No obstante, este fenómeno de carácter transitorio se revertiría en abril, donde se espera una caída de la producción debido a menos días laborales a causa de la Semana Santa.

Todo lo anterior permite prever que el crecimiento del PIB colombiano en el primer trimestre de 2014 se ubicaría entre 4,2% y 5,4%, con un escenario más probable alrededor del punto medio del intervalo. Por ramas de actividad, las más dinámicas continuarían siendo la agricultura y la construcción. La industria seguiría con un crecimiento importante, pero transitorio, por el fenómeno de días hábiles. El

rango de pronóstico contempla una incertidumbre importante sobre el comportamiento final de la inversión en obras civiles y el consumo del Gobierno.

Cabe mencionar que el indicador líder Imaco (Gráfico 27), calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a febrero, señala un crecimiento acumulado a doce meses por debajo de lo proyectado en la senda central. Esta situación se expone en el *fan chart* del PIB, expuesto en el capítulo IV. Es relevante anotar que esta metodología no contiene indicadores de sectores como la construcción, que están contribuyendo de manera importante al crecimiento, pero que sí están considerados en la senda del escenario central, por lo que el indicador podría estar subestimando la expansión del PIB de Colombia.

Gráfico 27  
Imaco: indicador líder 5 meses del PIB<sup>a/</sup>



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

### III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

**La inflación anual al consumidor retornó al rango meta de inflación y cerró el trimestre en 2,51%, por encima de lo esperado.**

**El promedio de las inflaciones básicas también aumentó durante el primer trimestre y se acerca al punto central del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República.**

**En los primeros tres meses de 2014 se observaron presiones al alza provenientes de la depreciación acumulada del peso y se revirtieron los choques de oferta bajistas que se registraron en 2013.**

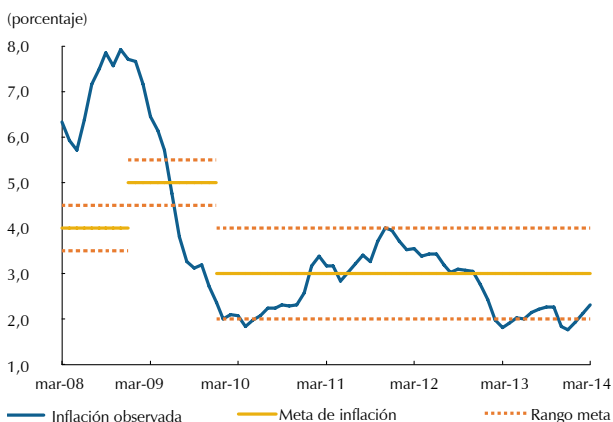
**Las presiones de demanda sobre la inflación siguieron siendo pocas.**

Luego de que el año 2013 finalizara con una variación anual de 1,94%, el índice de precios al consumidor (IPC) mantuvo una tendencia ascendente durante el primer trimestre del año y registró una variación anual de 2,51% en marzo de 2014 (Gráfico 28 y Cuadro 6). Así, en lo corrido de 2014 la inflación anual al consumidor se ubicó de nuevo en el rango meta definido por la Junta

Directiva del Banco de la República (entre 2,0% y 4,0%), acercándose de manera progresiva al punto medio del mismo. La cifra de marzo se situó un poco por encima de lo esperado por el mercado a comienzos del año y fue mayor que lo previsto en el anterior *Informe sobre Inflación*.

El año pasado, incluyendo el cuarto trimestre, se presentaron varios choques bajistas sobre la inflación anual, que se consideraron de carácter transitorio y que explicaron el descenso de esta a niveles por debajo de 2,0%. Como se esperaba, a comienzos de 2014 dichos choques, que afectaron sobre todo a los precios de los alimentos y de los regulados, empezaron a revertirse, explicando en buena parte las alzas que se han observado en lo corrido del presente año.

Gráfico 28  
Inflación total al consumidor

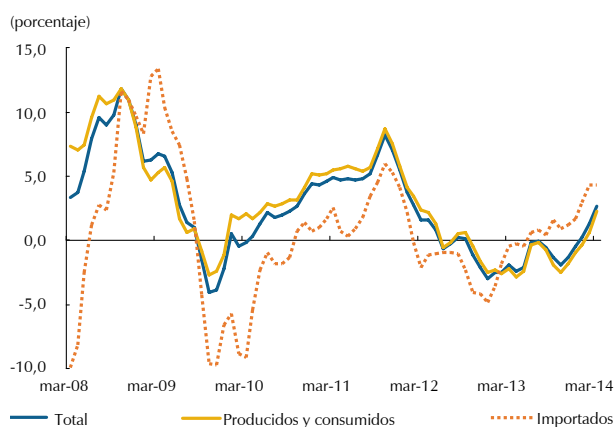


Fuentes: DANE y Banco de la República.

En efecto, como se anotó en informes anteriores, en el año pasado se presentó una disminución de algunos impuestos indirectos sobre combustibles, materias primas, vehículos y algunos alimentos, que llevó a pocos ajustes o disminuciones en los precios de varios de estos ítems. Igualmente, se congelaron o disminuyeron precios de servicios regulados por parte de algunas autoridades locales. Estos efectos, que impactaron los precios por una sola vez, ya no están presentes en 2014, por lo que la inflación anual tiende a retornar a su nivel previo. A lo anterior se sumaron unas condiciones climáticas excepcionales que permitieron una importante ampliación de la oferta agropecuaria con caídas en los precios relativos de los alimentos, lo cual debe revertirse en el presente año, como parece estar sucediendo.

Un segundo factor que ha contribuido a la aceleración de la inflación en estos primeros tres meses ha sido la depreciación del peso desde finales del año pasado y hasta mediados de marzo de este año. Este hecho se ha reflejado en aumentos en los precios de los bienes transables mayores que los observados en trimestres anteriores.

Gráfico 29  
IPP por procedencia  
(variación anual)



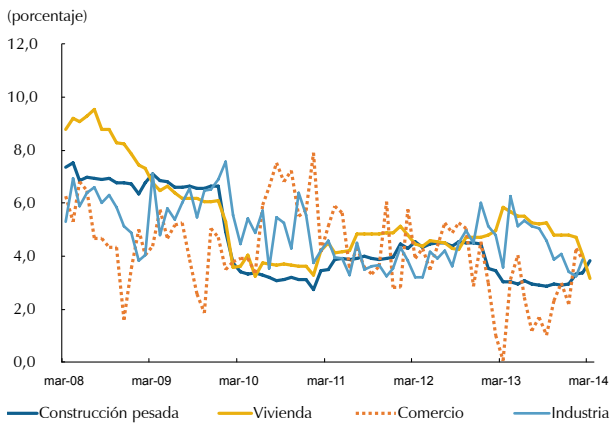
Fuente: DANE.

La mayor depreciación acumulada en lo corrido del año también estaría conduciendo a un aumento de las presiones de costos no laborales, después de los importantes descensos que se observaron en este frente durante el año pasado. La variación anual del índice de precios del productor (IPP), que aproxima el comportamiento de los costos, aumentó de manera continua y significativa en los últimos meses, pasando de -0,5% en diciembre de 2013 a 2,9% en marzo. Esta aceleración se debe, en buena parte, a alzas en el IPP importado asociadas con la depreciación acumulada del peso, aunque a esto también contribuyó el aumento de varios precios de origen agropecuario, dentro de los que sobresale el del café, el cual ha estado impulsado por los mayores precios internacionales (Gráfico 29).

Por el contrario, los costos salariales han tendido a disminuir, compensando de manera parcial las mayores presiones alcistas en el resto de la estructura de costos de producción. Esto se explica, en parte, por la eliminación del aporte a la salud a cargo del empleador, implementada en enero, lo que debe estar generando disminuciones en los costos a la nómina de 8,0% aproximadamente. Además, los indicadores salariales para sectores como el industrial y de comercio muestran ajustes en los salarios que están alrededor del 4,0%, lo que, dadas las ganancias normales en productividad laboral, puede considerarse compatible con el cumplimiento de la meta de inflación para este año (Gráfico 30).

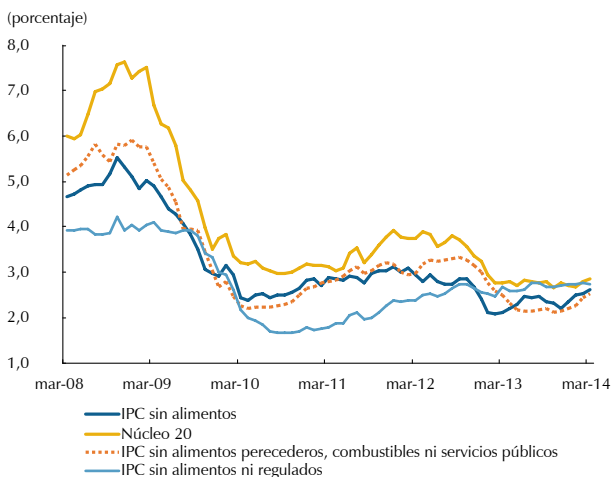
Con respecto a las presiones de demanda sobre los precios al consumidor, en los primeros meses del año estas habrían seguido siendo escasas, como

Gráfico 30  
Salarios nominales  
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31  
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

lo sugiere el comportamiento relativamente estable del componente no transable del IPC. En este sentido, las nuevas estimaciones de la brecha del producto realizadas en este informe se mantuvieron en terreno ligeramente negativo para finales del año anterior y comienzos de este, como se describe más adelante en este informe (véase capítulo IV).

## A. LA INFLACIÓN BÁSICA

El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados periódicamente por el Banco de la República aumentó 20 pb en los primeros tres meses del año y se situó en 2,7% para marzo de 2014. Todos los indicadores de inflación básica se mantuvieron por debajo de la meta puntual de inflación, siendo el más alto el IPC núcleo 20 (2,9%), seguido por el IPC sin alimentos ni regulados (2,8%), el cual exhibió una gran estabilidad a lo largo del trimestre. El IPC sin alimentos aumentó 26 pb desde diciembre y cerró en marzo en 2,6%, una cifra un poco mayor que la prevista en el *Informe sobre Inflación* de finales del año pasado (Gráfico 31, Cuadro 6).

Dentro del IPC sin alimentos, los regulados son el componente de la canasta que mayores aumentos tuvo, pasando de 1,1% en diciembre de 2013 hasta llegar a 2,2% en marzo de 2014 (Gráfico 32). En esta subcanasta todos los componentes registraron aumentos importantes, con una mayor contribución por parte de los servicios públicos (que pasó de 1,4% en diciembre a 3,0% en marzo).

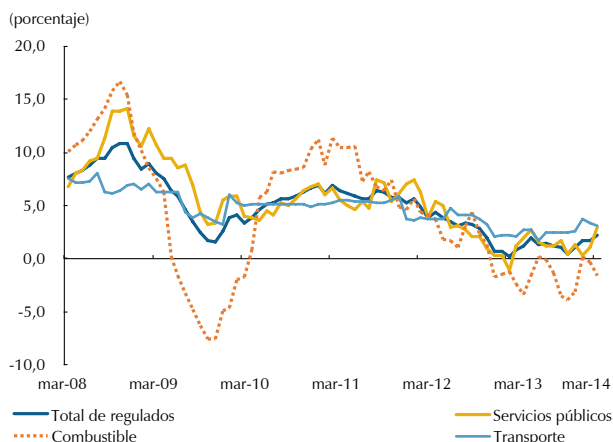
Una parte importante del alza en los servicios públicos es el resultado de una base de comparación baja en el primer trimestre del año pasado, luego de las reducciones en las tarifas del gas domiciliario, resultado en su momento, de menores precios internacionales de los combustibles y de una tendencia a la apreciación del tipo de cambio. Ambos efectos se revirtieron a comienzos de 2014. En particular, la depreciación del peso desde mediados del año pasado y durante parte del primer trimestre de este año estaría presionando dichas tarifas al alza. A ello se suma el efecto de los cambios en la fórmula de regulación tarifaria, implementados a comienzo de este año, y que no fue anticipado en los informes anteriores. El precio del gas domiciliario acumula un ajuste de 9,6% en los primeros tres meses, para una variación anual a marzo de 12,9%.

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

Descripción	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13	Ene-14	Feb-14	Mar-14
<b>Total</b>	<b>2,44</b>	<b>1,91</b>	<b>2,16</b>	<b>2,27</b>	<b>1,94</b>	<b>2,13</b>	<b>2,32</b>	<b>2,51</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>2,40</b>	<b>2,11</b>	<b>2,48</b>	<b>2,36</b>	<b>2,36</b>	<b>2,49</b>	<b>2,53</b>	<b>2,62</b>
Transables	0,77	1,13	1,10	1,34	1,40	1,57	1,61	1,65
No transables	3,92	3,85	3,78	3,70	3,76	3,61	3,61	3,55
Regulados	1,91	0,20	1,98	1,24	1,05	1,66	1,76	2,21
<b>Alimentos</b>	<b>2,52</b>	<b>1,41</b>	<b>1,34</b>	<b>2,05</b>	<b>0,86</b>	<b>1,20</b>	<b>1,78</b>	<b>2,23</b>
Perecederos	(3,90)	(1,86)	2,44	5,94	-0,16	2,13	2,61	3,17
Procesados	2,83	1,25	(0,11)	0,18	-0,24	-0,18	0,40	0,92
Comidas fuera del hogar	4,90	3,22	3,51	3,74	3,26	3,29	3,88	4,13
<b>Indicadores de inflación básica</b>								
Sin alimentos	2,40	2,11	2,48	2,36	2,36	2,49	2,53	2,62
Núcleo 20	3,23	2,78	2,83	2,79	2,72	2,69	2,79	2,86
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,02	2,51	2,14	2,19	2,19	2,19	2,27	2,43
Inflación sin alimentos ni regulados	2,55	2,67	2,63	2,69	2,74	2,74	2,74	2,76
<b>Promedio de todos los   indicadores</b>	<b>2,80</b>	<b>2,52</b>	<b>2,52</b>	<b>2,51</b>	<b>2,51</b>	<b>2,55</b>	<b>2,63</b>	<b>2,69</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 32  
IPC de regulados y sus componentes  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El IPC de combustibles también contribuyó a acelerar la inflación anual al consumidor. En lo corrido del presente año se ha presentado un aumento acumulado de un poco más de 2,0%, que fue anticipado parcialmente en el informe anterior, y el cual estuvo asociado con la depreciación del peso ocurrida en los últimos meses y hasta marzo. Dado este ajuste, junto con la disminución que se presentó en el precio de la gasolina a comienzos de 2013 (debido a la reducción en los impuestos indirectos ordenada por la reforma tributaria más reciente), la variación anual de este indicador aumentó de manera importante en el primer trimestre del año, aunque se mantuvo en terreno negativo (de -3,2% en diciembre a -1,6% en marzo)<sup>6</sup>. Conviene recordar que el precio internacional del petróleo es un determinante clave del precio interno y que este se ha mantenido por encima de lo previsto en el informe de diciembre (véase Capítulo I de este informe).

6 A finales de marzo, cuando se producía este informe, se anunció un nuevo ajuste en los precios de la gasolina para abril.

El promedio de los indicadores de inflación (2,7%) aumentó con respecto al trimestre anterior.

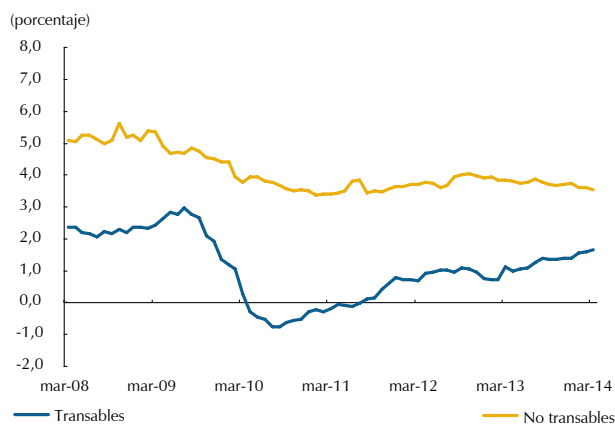
Por otro lado, en los primeros meses del año se mantuvo la volatilidad en el IPC de energía, la cual se trasladó de manera parcial al IPC de servicios públicos. Como se ilustró en informes anteriores, esta volatilidad es atribuible al ruido que le viene imprimiendo a las tarifas el cargo por distribución, el cual ha oscilado fuertemente en la zona occidental del país desde hace varios trimestres, afectando en especial a los usuarios de la ciudad en Cali<sup>7</sup>.

En el caso del IPC de transporte (3,1% en marzo), en los últimos meses se registró una aceleración en su variación anual de 50 pb, como resultado de la actualización de las tarifas de transporte público urbano en varias ciudades del país. El aumento, sin embargo, no cobijó las tarifas del sistema masivo de transporte de Bogotá, cuyo ajuste estaría pendiente.

Los otros dos segmentos del IPC sin alimentos, transables y no transables, tuvieron un comportamiento mixto durante el primer trimestre de 2014. La variación anual del IPC de bienes transables sin alimentos ni regulados aumentó 25 pb con respecto al final del año anterior, ubicándose en 1,7%, una variación

mayor que la esperada en el informe de diciembre (Gráfico 33). La depreciación acumulada desde hace varios meses fue un factor determinante en este comportamiento, que ha llevado, con rezago, a que precios de bienes como vehículos aumentaran a comienzos del año. Los precios de los vehículos, que constituyen el tercer ítem de mayor importancia en el IPC (4,35%), empezaron a subir desde la segunda mitad del año pasado, luego de importantes caídas acumuladas a lo largo de varios trimestres. A lo anterior se suman las medidas proteccionistas en algunos sectores de la industria (como calzado y vestuario)<sup>8</sup>, que también podrían estar contribuyendo a los aumentos en sus índices de precios en meses recientes, al igual que sucedió durante parte de 2013.

Gráfico 33  
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



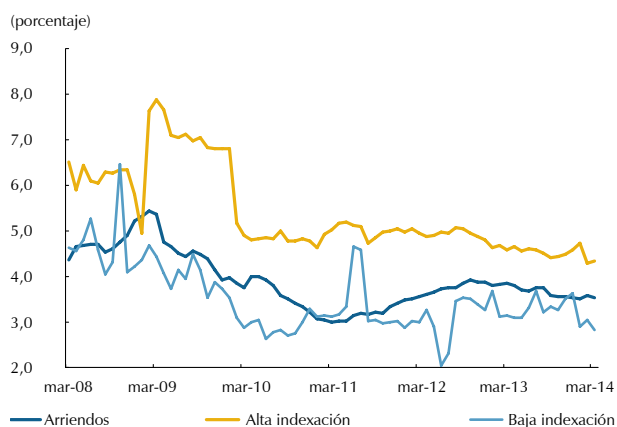
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, el componente de bienes no transables del IPC sin alimentos ni regulados disminuyó 21 pb con respecto al trimestre anterior, registrando una variación anual de 3,5% en marzo de 2014. La tendencia decreciente del IPC de no transables durante todo 2013 y en lo corrido del año en curso refleja las pocas presiones de demanda percibidas en meses recientes, lo cual está en sintonía con las estimaciones de la brecha del producto ya mencionadas. Además, sugiere la existencia de pocas presiones provenientes de los costos y de las expectativas de inflación, estas últimas alineadas con el punto central del

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

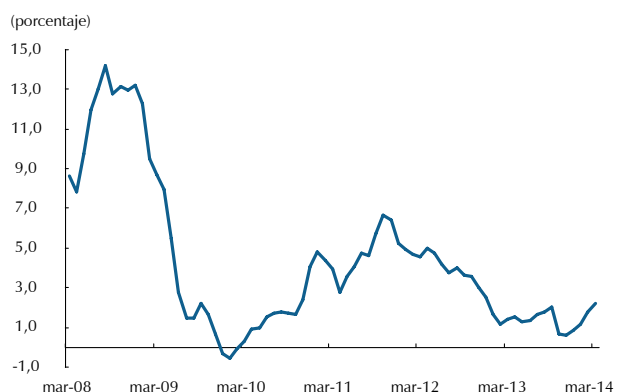
8 Véase: Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, Decreto 0074 del 23 de enero de 2013.

Gráfico 34  
IPC de no transables  
(variación anual)



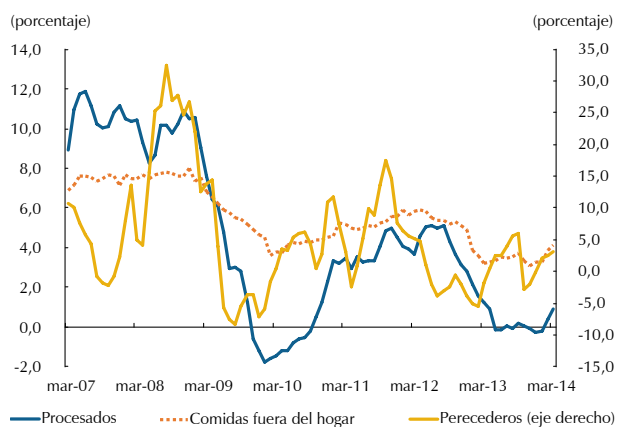
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 35  
IPC de alimentos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 36  
IPC de alimentos por grupos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

rango meta de largo plazo establecido por la JDBR (como se muestra en el capítulo 4 del presente informe). La variación anual de los rubros de alta y baja indexación disminuyeron a lo largo del trimestre y la de arriendos tuvo leves aumentos en los dos primeros meses del año, pero retrocedió en marzo (3,5%) (Gráfico 34).

## B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

La inflación anual de alimentos se aceleró en el primer trimestre de forma más fuerte que la prevista. El dato a marzo fue de 2,2%, 140 pb más que lo observado en diciembre, siendo, además, el registro más alto de los últimos quince meses (Gráfico 35). En el segundo semestre de 2013 hasta noviembre la inflación se redujo a niveles muy bajos, dada la historia de la serie, lo que estuvo acompañado de caídas importantes de los precios de los alimentos por diversos factores, como unas condiciones climáticas excepcionales, muy bajos precios internacionales, pocas presiones provenientes del tipo de cambio y mayor competencia externa. En meses recientes varios de estos factores habrían tendido a normalizarse, estabilizando la oferta y produciendo aumentos de los precios.

Así las cosas, en el primer trimestre de 2014, contrario a lo observado en 2013, todos los grandes grupos de alimentos registraron una aceleración en el ritmo anual de ajuste de sus precios. Esta tendencia ha sido particularmente fuerte para el IPC de alimentos perecederos (Gráfico 36, Cuadro 6), sobre todo en productos como papa y frutas, cuya oferta estaría moderándose como respuesta a los bajos precios de 2013.

La variación anual de los precios de bienes procesados también tuvo un aumento importante y alcanzó 0,92% en marzo de 2014, luego de situarse en terreno negativo durante varios meses de 2013. La depreciación acumulada del peso, junto con aumentos en los precios internacionales de aceites, cereales y café, se empezó a transmitir a los precios internos al consumidor. Algo similar sucedió con las comidas fuera del hogar, el segundo ítem de más peso en la

*Todos los grandes grupos de alimentos registraron una aceleración en sus precios, pero en particular lo hicieron los perecederos.*

canasta al consumidor (con 8,1% de ponderación), cuya variación anual pasó de 3,2% en diciembre a 4,1% en marzo, retornado a los niveles que se habían observado doce meses atrás (Gráfico 36).

Finalmente, el aumento de la variación anual del IPC de los tres grupos en cuestión durante el trimestre pasado también es atribuible a la desaparición del efecto bajista generado por la disminución del impuesto de valor agregado (IVA) a diversos productos de consumo final, a las comidas fuera del hogar y a varios de los insumos agropecuarios, derivados de la reforma tributaria que entró en vigencia el año pasado. Estas medidas suelen tener impacto en las variaciones anuales de los precios por un año y durante una sola vez, lo cual explica, en parte, la recuperación en los precios de estos productos percibida en los últimos meses.



## IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

**La economía colombiana crecería** en 2014 a una tasa similar a la que se observó en 2013, de la mano de una demanda interna que se expandiría a un buen ritmo.

**En 2014 el consumo de los hogares crecería** a un ritmo similar al del año pasado, estimulado por una política monetaria holgada, entre otros factores.

**La senda central de pronóstico de inflación para este** informe se incrementó nuevamente.

**Se espera que la inflación anual al consumidor** se sitúe alrededor de 3% a finales de este año y durante 2015.

### A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Los pronósticos sobre la actividad económica en el mediano plazo que se presentan en este informe no distan de manera significativa de aquellos publicados en el anterior *Informe sobre Inflación*. Las estimaciones de crecimiento de la economía colombiana para 2014 sugieren que el PIB se expandiría a una tasa anual similar a la observada en todo 2013. Estas proyecciones tienen en cuenta los diferentes escenarios de contexto internacional descritos en el capítulo I de este informe, según los cuales se esperan mejores resultados en materia de crecimiento para los países desarrollados, lo que compensaría en gran medida la desaceleración prevista para algunos de los principales países latinoamericanos. A pesar de lo anterior, aún existen riesgos asociados con China y con los posibles efectos de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, lo cual sigue generando incertidumbre (aunque menor que en anteriores oportunidades) al momento de efectuar los pronósticos.

En general, el mejor desempeño del entorno macroeconómico internacional sugiere una demanda externa más dinámica para el país, por lo que las exportaciones no

*En este informe se mantuvo la proyección de crecimiento del PIB para 2014.*

*Se estima que la actividad económica colombiana responde a los cambios en la postura monetaria con un rezago entre dos y seis trimestres.*

tradicionales se verían favorecidas. Adicionalmente, las mejores perspectivas del comportamiento de las economías avanzadas permitirían un mejor desempeño de los ingresos por concepto de transferencias de remesas recibidas del exterior, las cuales se expandirían a un ritmo mayor que el 1,1% anual observado para 2013.

Por su parte, se esperan precios internacionales de los bienes básicos de exportación en promedio un poco más bajos que los registrados durante el año pasado, aunque todavía en niveles relativamente altos. Los menores precios del petróleo y del carbón serían solo compensados de manera parcial por la recuperación en los precios del café y del níquel. Con esto, se pronostican unos términos de intercambio que se ubicarían en un nivel alto, pero levemente por debajo del promedio para el año pasado. Esto último podría tener algún efecto sobre los ingresos fiscales de la Nación y limitaría en parte las posibilidades de una expansión adicional de los gastos público y privado. Pese a los cambios señalados en el entorno macroeconómico internacional, los recientes anuncios de JP Morgan suponen entradas de flujos de capital hacia la economía colombiana que llegarían en lo que resta del año, las cuales, sumadas a unos ingresos abundantes por concepto de IED, continuarían favoreciendo la expansión del aparato productivo colombiano durante 2014.

En el ámbito interno se espera que la demanda local se expanda a tasas similares a las registradas para 2013. En principio, la postura holgada de la política monetaria que se ha mantenido por varios trimestres seguiría teniendo efectos positivos sobre la actividad real, brindando liquidez al mercado y asegurando el financiamiento del gasto de la economía. Cabe señalar que se estima que la actividad económica colombiana responde a los cambios en la postura de la política monetaria con un rezago entre dos y seis trimestres. Además se espera una variación del nivel de precios que seguiría siendo baja, pero que convergería alrededor del punto medio de la meta hacia finales del año. Lo anterior favorecería el poder adquisitivo de los hogares, lo que, en consecuencia, se reflejaría en un buen desempeño del consumo privado.

Por su lado, el mercado laboral seguiría mostrando un dinamismo importante, dados, entre otras cosas, los menores costos de contratación gracias a la reducción de los aportes a salud por parte de las empresas. Lo anterior sería afín con un buen comportamiento del consumo de los hogares a lo largo del año, similar al registrado para todo 2013. Al respecto, el componente de expectativas del índice de confianza no sugiere deterioros de la intención de compra de los hogares durante los siguientes semestres, por lo que se espera que la senda de expansión del consumo privado tampoco muestre mayores ajustes en 2014.

En relación con el desempeño del consumo final del Gobierno, en este informe se esperan tasas de crecimiento que seguirían siendo favorables, aunque menores que las registradas para todo 2013. Según las proyecciones más recientes del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP)<sup>9</sup>, el gasto corriente del gobierno

*El consumo de los hogares crecería a un buen ritmo, como se infiere de los resultados recientes en materia de mercado laboral y de expectativas de los consumidores.*

---

<sup>9</sup> MHCP, Dirección General de Política Macroeconómica (2014). “Actualización Plan Financiero 2014”, documento 002/2014, 6 de febrero.

*Las inversiones en construcción de edificaciones y de obras civiles crecerían a un buen ritmo pero menor que el observado durante el año pasado.*

nacional central (GNC) como porcentaje del PIB (en pesos corrientes) se mantendría en 2014 en los niveles observados un año atrás, lo que es acorde con la meta de déficit estructural del *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (-2,3%). A pesar de lo anterior, el gasto en otros rubros relacionados con las inversiones en materia social y de infraestructura se ubicaría por encima de su promedio para las últimas dos décadas. Por su parte, el gasto de las entidades regionales y territoriales crecería a un ritmo mayor que el de los dos años anteriores, debido a que las administraciones locales, que entran en su tercer año de gobierno, ya cuentan con planes de desarrollo estructurados.

Por el lado de la inversión, las proyecciones de este informe sugieren que esta se expandiría a una tasa similar a la registrada en 2013; no obstante, se espera una recomposición dentro de los rubros que la componen: mientras las inversiones en construcción de edificaciones y de obras civiles crecerían a un ritmo menor que el observado durante el año pasado (por efecto estadístico de alta base de comparación), aquellas en equipo de transporte y en maquinaria y equipo se acelerarían. En el primer caso, el impulso de los programas de vivienda con fines sociales adelantado por el gobierno nacional debería seguir rindiendo frutos, y se mantendría parte del impacto de la construcción de importantes obras de infraestructura vial, aeroportuaria y de acueductos y alcantarillados. En el segundo, el dinamismo provendría de los esfuerzos en la renovación de la flota de algunas compañías de transporte aéreo y la recuperación esperada del sector industrial. Además, los distintos TLC que se han firmado recientemente podrían favorecer las importaciones de bienes de capital, lo que ayudaría el dinamismo de este tipo de inversiones.

En materia de comercio internacional, el mejor desempeño de la demanda externa, la recuperación esperada de las producciones de café y de carbón y la depreciación acumulada de la tasa de cambio favorecerían la expansión de las exportaciones reales. Para el caso de las importaciones, se prevé que el buen desempeño de la demanda interna y la recuperación del sector industrial permitan que las compras de bienes de consumo, de capital y de materias primas desde el exterior se mantengan en niveles importantes.

*Los sectores de mayor dinamismo en 2014 deberán ser la construcción, y los servicios sociales, personales y comunales. La industria, por su parte, mostrará expansiones positivas, aunque por debajo de la economía en su conjunto.*

Desde el punto de vista de la oferta, los sectores de mayor dinamismo en 2014 deberán ser la construcción, y los servicios sociales, personales y comunales, ambos con ritmos de crecimiento superiores al de la economía en su conjunto. Para otros sectores, como el comercio, los servicios financieros y los impuestos, también se proyectan tasas de expansión significativas. La minería se expandirá a una tasa similar a la de 2013. Por último, se espera que la industria, luego de dos años consecutivos de contracción, muestre una tasa positiva, aunque por debajo de la economía en su conjunto.

En construcción las perspectivas siguen siendo favorables, las cuales, como se explicó, están fundamentadas en la continuación del impulso proveniente del programa de viviendas de interés prioritario y de los subsidios en la tasa de interés para créditos hipotecarios. De igual manera, las obras de infraestructura vial y de telecomunicaciones deberán realizar un aporte importante al crecimiento. En lo

*El impacto de los proyectos de infraestructura de cuarta generación comenzaría a reflejarse en el PIB a partir de 2015.*

que respecta a los proyectos de infraestructura vial de cuarta generación, aunque las licitaciones estarían en proceso en lo corrido del año, su impacto sobre el PIB comenzaría a partir de 2015.

En relación con los servicios sociales, personales y comunales, se espera que el dinamismo del gasto público continúe desempeñando un papel importante dentro de las fuentes de crecimiento de 2014, en especial en los rubros asociados con la administración pública y la asistencia social y salud.

Por su parte, el sector de impuestos reportaría una aceleración frente a 2013 en caso de cumplirse la meta establecida por el Gobierno para el año en curso, la cual asciende a \$111,8 billones (b) e implica un crecimiento de 11,3%. De acuerdo con las autoridades económicas, en los primeros tres meses del año los ingresos tributarios fueron 19% más altos que los observados en el mismo período de 2013, comportamiento que les permite confiar en el cumplimiento de la meta.

Para el sector agropecuario se proyecta un buen crecimiento en 2014, aunque menor que el observado en 2013. De nuevo, la subrama que lideraría el comportamiento sería el café, cuya producción alcanzaría los 11,4 millones de sacos de 60 kilos, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, suponiendo que las condiciones climáticas sean adecuadas. Lo anterior implica un incremento de 4,6% con respecto al año anterior, cuando la producción fue de 10,9 millones de sacos de 60 kilos.

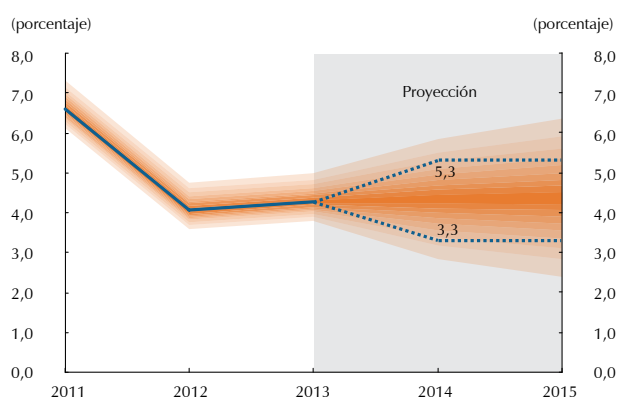
En la minería se contempla una recuperación en carbón, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron su cadena de producción en 2013; esta subrama crecería alrededor del 7% para 2014. Esta cifra tiene en cuenta la parálisis de las actividades de producción y exportación durante el primer trimestre por parte de una de las dos mayores empresas del sector, mientras aquella adecúa sus instalaciones de embarque para minimizar el impacto ambiental. Para el crudo, de acuerdo con la Asociación Colombiana de Petróleo (ACP), se estima una producción promedio para el año de 1.030.000 barriles diarios, 2,4% más que en 2013; no obstante, en los primeros tres meses del año las cifras observadas indican que la producción ha estado significativamente por debajo de lo esperado (997 mbd). Con todo lo anterior, se estima que la minería crezca a una tasa inferior a la economía en su conjunto y no alcanzaría las elevadas tasas reportadas en los años anteriores (por encima del 10%).

*El café lideraría la expansión del sector agropecuario, mientras que el desempeño de la minería dependerá, en gran medida, del comportamiento de las producciones de carbón y de crudo.*

Por último, el pronóstico para el PIB de 2014 supone que la industria presentaría alguna recuperación basada en los esfuerzos de inversión efectuados en años anteriores y en la diversificación de productos y de mercados de exportación. De todas maneras, algunas ramas seguirían enfrentando una dura competencia de las importaciones, de acuerdo con la percepción reportada por los empresarios en las encuestas de la ANDI. En otros casos, como la industria editorial, de impresión y conexas es posible que continúe el retroceso, el cual obedece a cambios estructurales profundos que aquejan a este sector en el ámbito mundial.

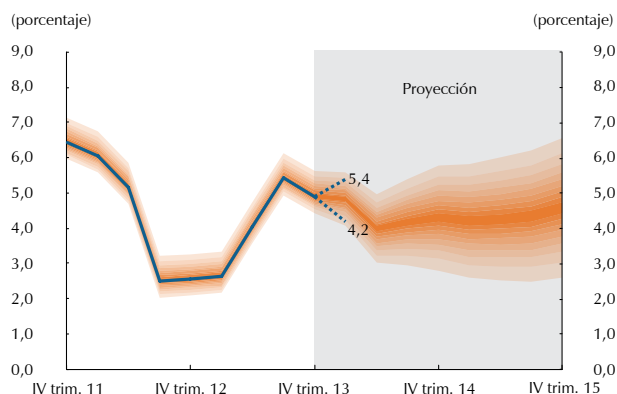
Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del producto en el escenario más probable se ubica alrededor de 4,3% para 2014, con un rango de pronóstico entre 3,3% y 5,3%, similar al presentado en el informe trimestral anterior. Aunque la amplitud del presente rango continúa siendo elevada, ya que existe una alta incertidumbre tanto interna como externa, en esta oportunidad el balance de riesgos se encuentra más balanceado. El piso y el techo del intervalo de pronóstico están asociados con el escenario bajo y alto del contexto internacional, presentado en el capítulo I.

Gráfico 37  
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38  
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

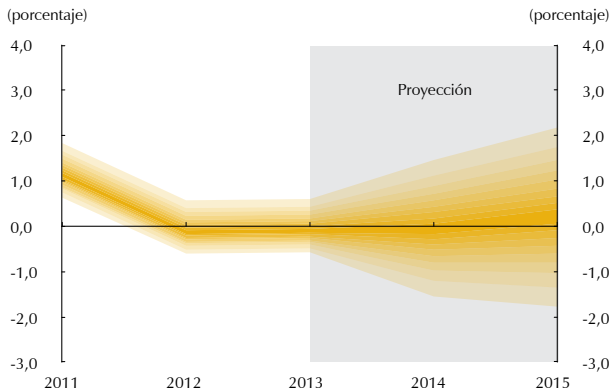
El balance de riesgos se muestra en los *fan chart* de crecimiento (gráficos 37 y 38). Los principales riesgos a la baja están asociados con un menor desempeño del consumo y la inversión pública, así como por un comportamiento menos dinámico de nuestros socios comerciales. En el caso de los factores internos, podría darse una desaceleración mayor a la prevista del consumo del Gobierno por cuenta de la Ley de Garantías y por la incertidumbre originada por el período electoral. En cuanto a los factores externos, los socios comerciales de Colombia, en particular los de la región, podrían expandirse menos de lo esperado. Adicionalmente, podrían presentarse restricciones comerciales por parte de alguno de ellos, como por ejemplo con Venezuela.

Por otro lado, el principal riesgo alcista está relacionado con un dinamismo del consumo e inversión privados por encima de lo esperado, debido a un posible mayor acceso al financiamiento externo, acompañado por una menor percepción de riesgo que generarían los flujos de capital hacia la economía colombiana. Lo anterior podría ocurrir si los inversionistas extranjeros decidieran incrementar, de forma significativa, la participación de los papeles de deuda pública colombianos en sus portafolios.

Las estimaciones más recientes de la brecha del producto para el escenario central sugieren que durante 2014 esta variable se mantendrá cercana a cero, en promedio, y que se situaría ligeramente por encima de este nivel en 2015.

Como siempre, debe tenerse en cuenta la considerable incertidumbre asociada con estas estimaciones. Así, de acuerdo con el balance de riesgos que se muestra en el Gráfico 39, se espera que, en promedio para 2014, la brecha se ubique entre -1,5% y 1,4% con una probabilidad alta. Este balance tiene un menor sesgo a la baja que el presentado en el informe anterior.

Gráfico 39  
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, los modelos del Banco de la República sugieren que en 2013 la tasa de desempleo estuvo muy cerca de su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés). La información disponible para 2014 indica que la brecha del mercado laboral continuaría cerrada. Esto, junto con la eliminación de la contribución en salud a cargo del empleador (contemplada en la reciente reforma tributaria), sugiere que las presiones inflacionarias originadas en el mercado laboral continuarían siendo bajas para todo 2014.

## B. INFLACIÓN

### 1. Pronósticos

Los pronósticos de inflación para el mediano y largo plazos aumentaron en esta oportunidad frente a lo presentado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2013. En la actualidad las sendas de los dos modelos centrales utilizados por el Banco de la República muestran una inflación anual al consumidor que termina en 2014 alrededor del punto central del rango meta definido por la JDBR para este año (de 2% a 4%) y se mantendría así durante todo 2015. Las proyecciones anteriores exhibían una convergencia más lenta hacia el 3%, y que no se lograba en 2014 en términos estrictos.

El incremento de los pronósticos se explica por tres factores, siendo el primero de ellos los alimentos. Las cifras para la inflación anual de marzo, que resultaron superiores a los pronósticos efectuados hace tres meses para tres de las cuatro canastas principales en que se divide el IPC en este informe, dejaron entrever la materialización de algunos riesgos alcistas sobre estos precios ya identificados con anterioridad. Esto, debido a un ciclo agropecuario más marcado que lo usual como resultado de los muy bajos precios relativos observados en la segunda mitad del año pasado, a lo que se añaden unas condiciones climáticas menos favorables.

Adicionalmente, en meses recientes se registraron aumentos no anticipados de los precios internacionales de varias materias primas y alimentos importados por Colombia, que son explicados por caídas en la oferta en algunas zonas productoras de gran importancia mundial, como Brasil. A ello se suma la depreciación acumulada del peso, la cual se aceleró a comienzos de año, generando para los próximos trimestres un efecto alcista sobre los precios internos mayor que el contemplado con anterioridad, no solo para los bienes finales sino también para los costos de producción del sector agropecuario. Aunque dicha tendencia se revirtió en marzo, el tipo de cambio se mantuvo por encima de los niveles del segundo semestre del año pasado.

Un segundo factor que indujo aumentos importantes en los pronósticos de inflación fueron las perspectivas de mayores reajustes en los precios regulados, dados

*Los pronósticos de inflación para el mediano y largo plazos aumentaron en este informe.*

*Un factor que explica el aumento en la proyección de la inflación son las perspectivas de mayores reajustes en los precios de los regulados.*

los aumentos superiores a los previstos que ya se efectuaron en la gasolina y el gas domiciliario durante el primer trimestre del año. En estos meses el precio internacional del petróleo se mantuvo por encima de las previsiones efectuadas en el informe de diciembre, circunstancia que elevó las proyecciones para el precio de la gasolina, el gas y las tarifas de electricidad, teniendo en cuenta que estas fuentes de energía son sustitutas en algún grado.

Parte de las fuertes alzas observadas en el gas domiciliario en lo corrido del año también sería atribuible a un cambio en el marco regulatorio ordenado por las resoluciones 137 y 138 emitidas por la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) de octubre de 2013. Estos aumentos, que no fueron contemplados en el *Informe sobre Inflación* de diciembre, elevan la variación anual del ítem en cuestión y del IPC de regulados durante un año completo.

Asimismo, la senda central de pronóstico que se presenta en este informe contempla alzas en el precio de la energía para lo que resta del año un poco mayores que las previstas antes, al tener en cuenta que posiblemente 2014 termine siendo un año con menos lluvias que lo normal. Este hecho conllevaría un uso más intensivo de las plantas de generación térmica para complementar la energía que se dejaría de obtener de las centrales hidroeléctricas, lo que tiende a elevar los costos de producción y las tarifas a los usuarios.

El tercer factor detrás del aumento en los pronósticos es el comportamiento previsible de las expectativas de inflación, de acuerdo con los modelos del Banco. Como se mencionó en el capítulo III de este informe, la aceleración de la inflación anual en lo corrido de 2014 fue mayor que la prevista por el mercado. Este hecho tendería a elevar las expectativas de consumidores y empresarios hacia mediano y largo plazos, dado que en Colombia estas aún tienen un componente adaptativo importante.

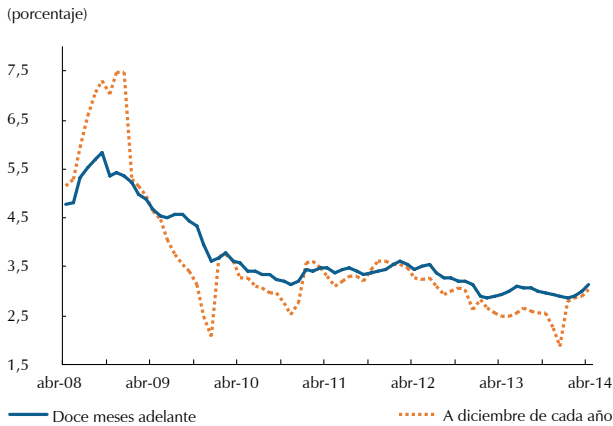
En los modelos utilizados el principal efecto de un aumento en las expectativas de inflación se materializaría en la variación anual del IPC de no transables, los cuales, a su vez, suelen ser precios altamente indexados. Tal es el caso de los arriendos, y los servicios de salud y la educación, que deberían presentar ajustes hacia el mediano y largo plazos, mayores que los previstos antes en caso de que las expectativas de inflación se mantengan en 3%, o se sitúen por encima de este valor. Así las cosas, la proyección para no transables se elevó para los próximos trimestres, pese a que el otro gran determinante de dichos precios (la brecha del producto) no tuvo cambio sustanciales.

*Un aumento de las expectativas de inflación afectaría, sobre todo, a los precios de los servicios no transables, como arriendos, salud y educación.*

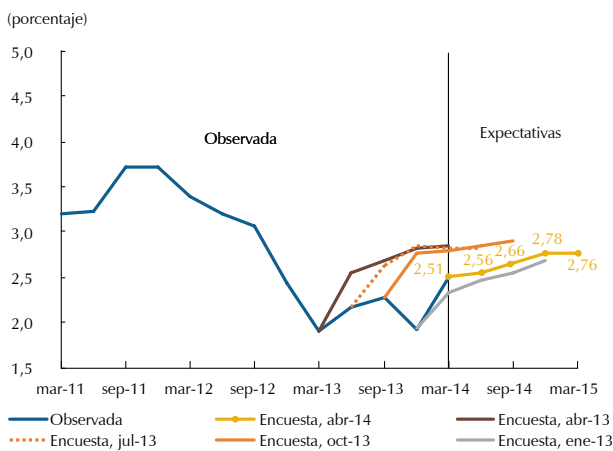
Es importante señalar, sin embargo, que hasta comienzos de abril las expectativas de inflación observadas se encontraban alrededor del 3%, aunque habían aumentado un poco frente a las mediciones de tres meses atrás. Las obtenidas a partir de la encuesta mensual aplicada por el Banco de la República a los analistas del mercado financiero se situaron en 3,0% y 3,1% para diciembre de 2014 y para un horizonte de doce meses, respectivamente (Gráfico 40). En el caso de la encuesta trimestral del Banco aplicada a empresarios, los mismos indicadores mostraron



**Gráfico 40**  
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



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



cifras de 2,8% en ambos casos (Gráfico 41). Por su parte, las mediciones efectuadas a partir de la curva de rendimiento de los títulos TES muestran que estas se encuentran también cerca de 3% para horizontes de 2, 3 y 5 años (Gráfico 42).

Los otros factores contemplados que podrían afectar la inflación al consumidor en Colombia durante el resto de 2014 y en 2015 tuvieron pocos o ningún cambio en este informe. La transmisión de la depreciación acumulada a los precios ha resultado un poco más baja que lo esperado y los modelos están capturando este hecho en los pronósticos de mediano y largo plazo. Adicionalmente, situaciones como precios del petróleo y del café más altos en lo corrido del año, con pronósticos notoriamente mayores para el segundo caso, hacen prever presiones a la depreciación un poco menores que las contempladas en diciembre. A esto se suma lo anunciado por JP Morgan (comentado en secciones previas), lo cual podría inducir una mayor entrada de capitales. Lo anterior llevó a una disminución moderada en las proyecciones para la variación anual del IPC de transables frente a lo obtenido en el informe trimestral anterior.

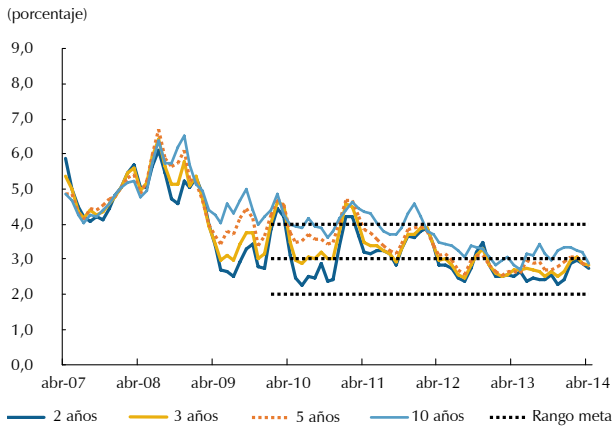
Por su parte, las presiones de demanda seguirían siendo moderadas el resto del año y en 2015, de manera similar a como se previó en informes anteriores. El resultado del PIB para finales de 2013 fue un poco mayor que el proyectado, pero para 2014 los pronósticos no cambiaron. La senda central de inflación contempla un crecimiento para este año y el próximo que no dista mucho de lo que se considera como la expansión potencial de la economía, por lo que la brecha del producto, que se encontraba cerca a cero en 2013, se mantendría en este nivel durante los próximos trimestres.

Con respecto a los costos laborales, la brecha del mercado de trabajo continuaría balanceada en 2014 de mantenerse el actual ritmo de creación de empleo y de disminución de la tasa de desempleo. Por ello, se estima que los ajustes salariales seguirán pactándose dentro del rango meta de inflación. Además, la reducción de algunos parafiscales durante el año pasado y la disminución de los aportes de salud por parte de los empresarios permiten a las firmas asimilar alzas en salarios sin transmitirlos a los precios.

Para el resto de costos tampoco se prevén presiones fuertes hacia el mediano plazo, aunque la depreciación acumulada y la normalización de los precios agropecuarios



Gráfico 42  
Expectativas de inflación derivadas de los TES  
(a dos, tres, cinco y diez años)  
(promedio mensual)<sup>a/</sup>



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

hacen que en 2014 los ajustes sean mayores que los del año anterior. Un leve descenso en el precio del petróleo y de algunas materias primas, tal como se prevé en la senda central de pronóstico para este año y el próximo, debe reducir los riesgos de presiones alcistas en este frente.

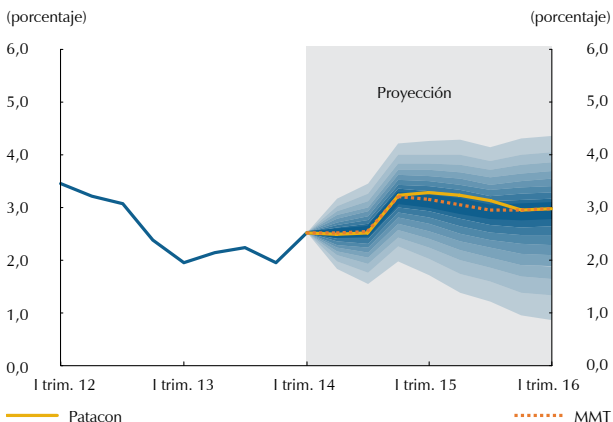
Así las cosas, los dos modelos del Banco estiman un aumento de la inflación anual al consumidor a lo largo de 2014, pero con más fuerza hacia la segunda mitad del año. En el ejercicio que aquí se presenta, a finales de 2014, la inflación se situaría alrededor del punto medio del rango meta debido a los aumentos que se esperan en los precios de los alimentos y de los regulados. Luego, la inflación se mantendría relativamente anclada en 3%, aunque por encima de la senda estimada en el informe anterior.

Al respecto conviene señalar que, si bien la aceleración de las variaciones anuales de alimentos y regulados tiene un componente transitorio, ejerce un efecto permanente sobre la inflación en la medida en que afecta las expectativas, sobre todo por medio de los precios de los no transables. Es por ello que la variación anual de esta canasta se elevó en el presente informe frente a lo estimado antes.

### C. BALANCE DE RIESGOS

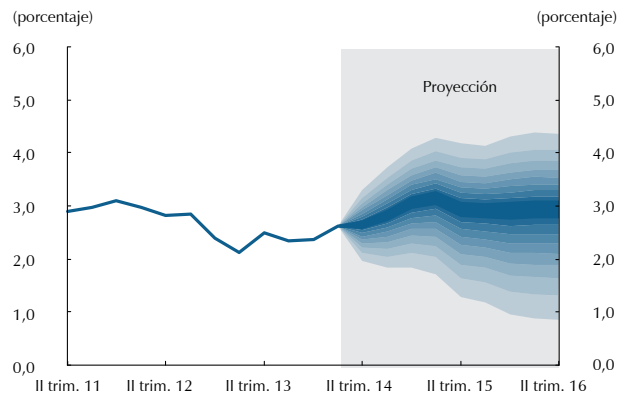
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 40 y 41. Para el presente informe se contempla una incertidumbre un poco mayor que la considerada

Gráfico 43  
*Fan chart* de la inflación total



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

Gráfico 44  
*Fan chart* de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

*Para este informe tanto la incertidumbre como la senda central de pronóstico son mayores.*

en diciembre y que está relacionada con la evolución del tipo de cambio. Por ejemplo, circunstancias como la normalización de política monetaria en los Estados Unidos, la cual puede implicar una menor entrada de capitales, frente a una eventual mayor demanda de activos financieros locales por parte de inversionistas extranjeros, debido al rebalanceo en favor de Colombia de uno de los índices de deuda local más utilizado, justifican esta percepción.

Adicionalmente, en este informe se mantuvo la incertidumbre asociada con factores como la evolución de los precios de los alimentos y de los bienes regulados y con la dinámica de la demanda externa. Todas estas circunstancias han generado un aumento en la amplitud de los *fan chart* de inflación, como se muestra a continuación.

En esta ocasión el sesgo alrededor de la senda central de pronóstico del *fan chart* tiende a la baja. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la inflación pronosticada en este escenario central es significativamente más alta que la del ejercicio del trimestre anterior.

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

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

En los últimos meses los países desarrollados han mostrado signos de recuperación y dinamismo aceptables en un contexto de política monetaria y fiscal menos incierto. No obstante, todavía no se puede descartar una recaída en el desempeño económico mundial con respecto a lo considerado en la senda central de pronóstico. Adicionalmente existe el riesgo de que ocurra una desaceleración mayor a la esperada en los países emergentes, con China a la cabeza, cuyo desempeño económico reciente ha sido afectado por un menor dinamismo en su demanda (interna y externa) y en donde aún persisten riesgos sobre su estabilidad financiera. Un debilitamiento de la economía china mayor que el previsto podría golpear a América Latina mediante una caída más profunda de sus términos de intercambio. Por otra parte, en la zona del euro la fragilidad de su sistema financiero aún representa un problema que genera incertidumbre al momento de predecir el ritmo y la dinámica de recuperación. Finalmente, aunque el riesgo es menor, todavía cabe la posibilidad de que el desmonte gradual del programa de estímulo monetario tenga efectos adversos sobre el crecimiento mundial mayores que los contemplados, tanto en países desarrollados como, en especial, en los emergentes altamente susceptibles a movimientos en los flujos de capitales.

Una materialización de estos riesgos se traduciría, en el caso de la economía colombiana, en una demanda externa más débil, en una menor confianza de inversionistas y consumidores y en una caída mayor en los precios internacionales de las materias primas. Todo esto en conjunto puede conducir a menores exportaciones y términos de intercambio que generen presiones a la baja sobre la inflación no contemplados en la senda central de pronóstico. Lo anterior siempre y cuando las posibles presiones a la depreciación del tipo de cambio no compensen estas tendencias bajistas.

*El pronóstico de inflación para 2014 se ubicó alrededor de 3,0%.*

*Aún no se descarta que el desmonte del programa de estímulo monetario en los Estados Unidos tenga un efecto adverso sobre el crecimiento mundial.*

*Demanda interna menor que la prevista en la senda central:*

La expansión de la inversión en 2014, en particular la de obras civiles, puede ser menor que la prevista, si se tienen en cuenta los problemas que ha enfrentado en el pasado, la ejecución de proyectos de gran envergadura, como los que se han anunciado. Esta demanda ejerce un empuje importante sobre el resto de la economía que, de no ocurrir, podría significar un crecimiento del PIB por debajo de lo proyectado. Por otro lado, para 2014 también se vislumbraron riesgos a la baja relacionados con una pobre ejecución del gasto público, en parte, debido a las restricciones impuestas por la Ley de Garantías. Todo lo anterior llevaría eventualmente a una menor demanda interna que, a su vez, implicaría una brecha del producto más negativa y menores presiones sobre los precios al consumidor que las contempladas en la senda central de pronóstico.

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

Para 2014 es posible que se autorice una disminución de los cargos fijos en algunos servicios públicos, de entrar en vigencia el proyecto de Ley 101 de 2012 (que ya fue aprobado en un primer debate). Además, en este año comenzaría un nuevo marco tarifario para el aseo, anunciado por el Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio en junio pasado, el cual beneficiaría con reducciones en la tarifa a más del 80% de la población, situada en cerca 350 municipios del país<sup>10</sup>. Estas rebajas no fueron contempladas plenamente en la senda central de pronóstico.

Por su parte, los principales riesgos al alza son:

*Una depreciación del tipo de cambio mayor que la contemplada:*

El desmonte completo del programa de estímulo monetario y, sobre todo, una subida de tasas de interés por parte de la Fed más rápida que la esperada por los mercados todavía podría incidir en los flujos de capital hacia las economías emergentes y en el desempeño de sus tipos de cambio. Aunque en el caso de la economía colombiana la vulnerabilidad es menor que en otros países emergentes —debido a los relativamente bajos desbalances externos y a una menor dependencia de la deuda externa para financiarlos—, todavía no se puede descartar un efecto de contagio que golpee la prima de riesgo soberano y conduzca a una mayor depreciación que la prevista en el escenario central. De ocurrir esta situación, se generarían presiones alcistas adicionales sobre los costos de materias primas y alimentos importados, y en general, sobre los precios de los bienes transables y regulados.

Aun así, para este informe es importante mencionar que este riesgo es considerablemente menor que el contemplado hace tres meses, debido a la dinámica reciente

*El riesgo de una mayor depreciación del tipo de cambio es considerablemente menor que antes.*

---

10 Véase la Resolución CRA 643 de 2013 (Nuevo Marco Tarifario de Aseo).

*En los próximos meses podrían observarse presiones alcistas en los precios de los alimentos.*

de apreciación que ha tenido el tipo de cambio. En particular, la recomposición del índice de inversión en economías emergentes de JP Morgan —donde Colombia vio más que duplicada su participación porcentual (de 3,2% a 8,0%)— tiene un impacto de horizonte temporal incierto que podría moderar la depreciación promedio esperada para todo 2014.

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

Los cambios climáticos esperados en este año y las condiciones de oferta agropecuaria generan un riesgo al alza en el precio de los alimentos importante y que en este informe es mayor al considerado hace un trimestre. Para los próximos meses no se pueden descartar presiones alcistas fuertes en los precios de los alimentos, en especial si se tiene en cuenta el aumento reciente en la probabilidad de que se materialice un fenómeno de El Niño y de que se generen condiciones climáticas adversas que afecten las cosechas de alimentos. Tampoco se descartan efectos al alza provenientes de choques a la producción en medio de la continuación de un ciclo de oferta agropecuario que en trimestres anteriores estaba en un punto alto y que sería menor para este año. Esto tiene en cuenta casos como el de la carne, donde ha venido observándose una disminución reciente del hato ganadero. Por otro lado, las medidas de salvaguardia y de precios mínimos para la compra de cultivos, recientemente implementadas o en proceso de implementación en algunos productos (en el marco de los acuerdos generados en el paro agrario), pueden conducir también a precios mayores que los previstos. Todas estas circunstancias pueden no haber sido contempladas por completo en la senda central de pronóstico, dada la complejidad para obtener un efecto exacto en los precios. En principio, se espera que todos estos choques sean de carácter transitorio. Sin embargo, en la medida en que influyan en las expectativas, pueden tener un impacto más persistente sobre la inflación.

*Precios internacionales de las materias primas mayores que los contemplados en el escenario central*

A diferencia del informe anterior, en el actual se percibe un riesgo al alza en los precios internacionales de las materias primas, dados los niveles que se contemplan en el escenario central de pronóstico. También, se tuvieron en cuenta unos precios de materias primas estables o con ligeras disminuciones para 2014. Las excepciones importantes fueron el oro, cuya dinámica depende en mayor medida de aspectos especulativos, y *el café*, el cual se supuso mayor debido a los fuertes choques de oferta percibidos por otros productores como Brasil. Sin embargo, la dinámica reciente de los precios de las materias primas ha mostrado una mayor persistencia de estos bienes en niveles más altos que los esperados, lo cual representa un riesgo al alza en la inflación local, en caso de materializarse. Al respecto, se observa que el precio del petróleo y otros bienes básicos se ha mantenido por encima de la senda central de pronóstico de forma permanente en lo corrido del año, por lo que podrían estarse subestimando las presiones de estos precios en la inflación colombiana. Igualmente, a esto se deben sumar los riesgos geopolíticos, que si bien son menores en el caso del petróleo, en esta ocasión (situación de

*A diferencia del informe pasado, en esta ocasión los precios internacionales de materias primas generan un riesgo al alza.*

*La probabilidad de que la inflación se ubique en el rango meta sigue siendo alta.*

Ucrania y Rusia) afectan los precios de los alimentos, en particular los aceites y granos.

De todas maneras, algunos factores atenúan la influencia alcista de estos precios internacionales. En particular, por el lado de las materias primas agrícolas, la inversión realizada en varios países en años recientes, como consecuencia del auge de los biocombustibles, permite confiar en una mayor oferta mundial con ganancias en la productividad, que compensarían en algún grado los efectos adversos de los choques climáticos que se están presentando en varias zonas productoras<sup>11</sup>.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta que los aumentos de tasas de interés de mercado que se esperan para 2014, debido a la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, pueden generar reducciones en los precios de las materias primas. Al respecto, cabe señalar que en los últimos años este tipo de bienes se convirtieron en una alternativa de inversión atractiva, dados los bajos rendimientos de la mayoría de los activos financieros.

Mayores precios de las materias primas implicarían para Colombia aumentos en los precios de los bienes transables y regulados. De igual manera, conllevarían mayores costos de transporte y de producción para un conjunto amplio de bienes de consumo. Todo esto en principio tendría un efecto transitorio alcista sobre la inflación al consumidor en Colombia, aunque podría tener una mayor duración si tiene un impacto importante sobre las expectativas.

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

---

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

## V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA DE LARGO PLAZO

**Durante 2013 el déficit en la cuenta corriente se amplió**, el tipo de cambio real se depreció y el crédito continuó desacelerándose. Los precios de la vivienda alcanzaron nuevos récords, aunque su tasa de crecimiento disminuyó en el segundo semestre del año.

**La información disponible para el primer trimestre de 2014 muestra** una depreciación real del tipo de cambio e indicios de una ampliación del déficit en la cuenta corriente. Por su parte, el crédito bancario se aceleró.

La política monetaria en Colombia, además de tener el propósito de mantener una tasa de inflación baja y estable, también propende por un crecimiento sostenible del producto. Cumplir con el primero de dichos objetivos es una condición necesaria, mas no suficiente, para alcanzar el segundo fin, tal como lo mostró la crisis internacional más reciente. Por tal razón, se ha señalado la importancia de monitorear la formación de posibles desbalances que puedan llevar al país a una situación de vulnerabilidad en caso de un choque negativo.

Los años siguientes a la crisis financiera internacional se han caracterizado por una postura monetaria considerablemente laxa en las economías avanzadas, lo que ha favorecido la entrada de capitales a países emergentes, entre ellos Colombia. Este contexto de amplia liquidez mundial, junto con factores propios del país, ha llevado a que algunas variables se desvíen de su tendencia de largo plazo. De esta manera, la normalización de la política monetaria en los países avanzados debería contribuir a que dichas desviaciones se ajusten; sin embargo, una corrección abrupta podría generar pérdidas significativas en términos de producto, empleo y bienestar.

A continuación se describe la evolución reciente de la cuenta corriente, la tasa de cambio real (TCR), el crédito y los precios de la vivienda, y se presentan la

*La normalización de la política monetaria en los países avanzados debería contribuir al ajuste de algunas variables macroeconómicas del país.*

comparación frente a sus respectivas tendencias de largo plazo y sus perspectivas para 2014. Asimismo, se muestra el índice de desbalance macroeconómico (IDM), el cual combina en un solo indicador los resultados obtenidos en términos de las brechas para cada una de las anteriores variables.

## A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

Al cierre de 2013 el déficit en la cuenta corriente (3,4% del PIB) registró una ampliación frente al observado en 2012 (3,2% del PIB), la cual se explica por el deterioro en la balanza comercial dado el mediocre desempeño de las exportaciones. La renta de los factores y las transferencias corrientes compensaron parte de dicho comportamiento e implicaron un menor déficit (Gráfico 45).

Gráfico 45  
Componentes de la cuenta corriente

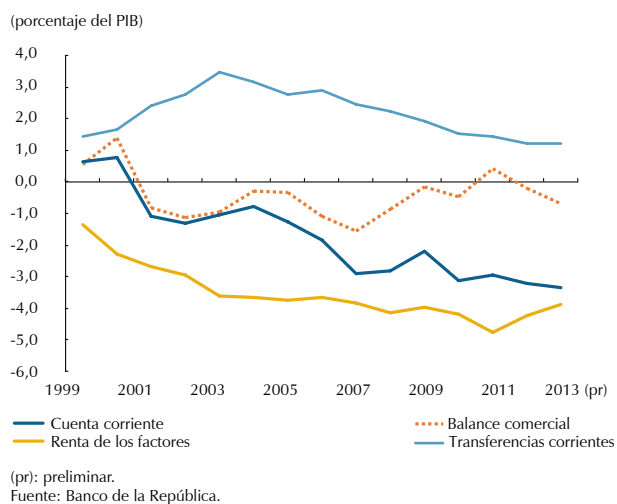
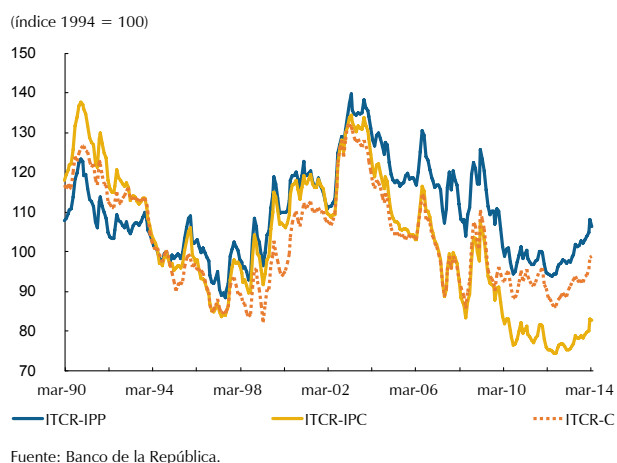


Gráfico 46  
Índices de tasa de cambio real



Para 2014 una demanda interna dinámica y un amplio financiamiento externo contribuirían a un déficit mayor en la cuenta corriente. En cuanto a su resultado, la información disponible para el primer bimestre indica que el balance comercial continuó deteriorándose (véase el capítulo I). Con respecto al financiamiento, las primas de riesgo han permanecido en niveles bajos, aunque superiores en promedio a las registradas en 2013, al tiempo que se ha observado un incremento reciente en la demanda de activos financieros locales por parte de inversionistas extranjeros, lo que ha reducido el costo de financiamiento de los sectores público y privado. Adicionalmente, se espera que durante el año las principales economías avanzadas mantengan una postura monetaria expansiva, a pesar del desmonte del programa de compra de activos por parte de la Fed, lo que continuaría favoreciendo unas buenas condiciones para el financiamiento del déficit externo.

En cuanto a la TCR, desde mediados de 2012 se ha observado una tendencia a la depreciación, alcanzando en marzo de 2014 niveles similares a los registrados a finales de 2009 (Gráfico 46). El aumento en la TCR se explica, más por la devaluación nominal que por cambios en los precios relativos de Colombia frente a sus principales socios comerciales. Este comportamiento refleja la evolución reciente de fundamentales, como los menores términos de intercambio que ha enfrentado el país en los últimos dos años, el deterioro en la posición de inversión internacional y el estancamiento en la productividad de sectores transables en Colombia.

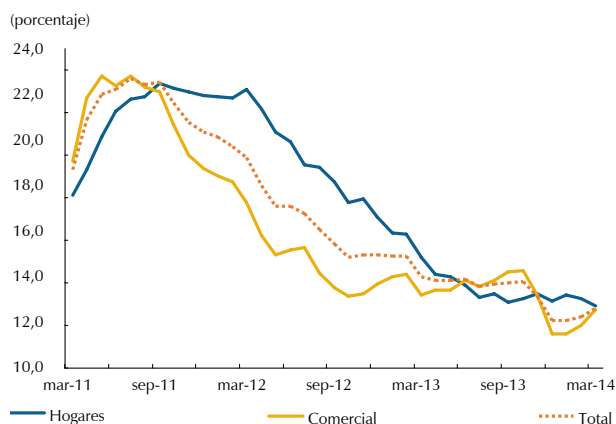


*Para 2014 una demanda interna dinámica y un amplio financiamiento externo contribuirían a un mayor déficit en la cuenta corriente.*

Aunque en lo corrido del segundo trimestre de 2014 el peso se ha apreciado en términos reales, en lo que resta del año no se prevén cambios significativos en las principales variables que lideran la tendencia de largo plazo de la TCR. En primer lugar, la Ley de Garantías restringiría la dinámica del consumo del Gobierno, por lo menos en la primera mitad del año, y solo en 2015 deberían empezar a ejecutarse la mayoría de proyectos de inversión pública de gran envergadura. Si bien el gasto que se planea en vías debería tener una incidencia positiva sobre la productividad del país, dicho efecto solo se observará en la medida en que las obras sean culminadas. Por último, a pesar del incremento en las cotizaciones del café en los primeros meses de 2014 a raíz de las sequías en Brasil y de los elevados precios del petróleo, se espera que los términos de intercambio se ubiquen, en promedio, ligeramente por debajo de los registrados en 2013. En este contexto, la tendencia de largo plazo hacia la depreciación real debería continuar.

En el mediano plazo, además de menores niveles de liquidez mundial por la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas, que pueden implicar mayores costos de financiamiento para el país, se vislumbran ciertos riesgos sobre las variables externas. El primero de ellos es un descenso fuerte en los términos de intercambio, generado, por ejemplo, por una caída en los precios del petróleo. Aquello, aparte de reducir el ingreso nacional, podría tener efectos negativos sobre las primas de riesgo país, el costo de financiamiento externo y la dinámica de la IED. Otro factor que podría generar dificultades en el frente externo es un deterioro de la actividad económica de los países de la región mayor al esperado. En un contexto como este, nuestras medidas de riesgo país podrían verse contagiadas y traducirse en un mayor costo de financiamiento. Por último, de continuar la ampliación en el déficit de la cuenta corriente, el país se tornaría más vulnerable a choques negativos mundiales que, de materializarse, podrían tener serias consecuencias adversas sobre el producto y el empleo.

Gráfico 47  
Crédito bancario  
(variación anual del saldo promedio mensual)



Nota: corresponde a la variación anual del saldo promedio mensual. Para la cartera en moneda extranjera, tipo de cambio fijo base diciembre de 2012: \$1.795/US\$. Incluye titularizaciones de cartera hipotecaria.  
Fuente: Superintendencia Financiera; cálculos del Banco de la República.

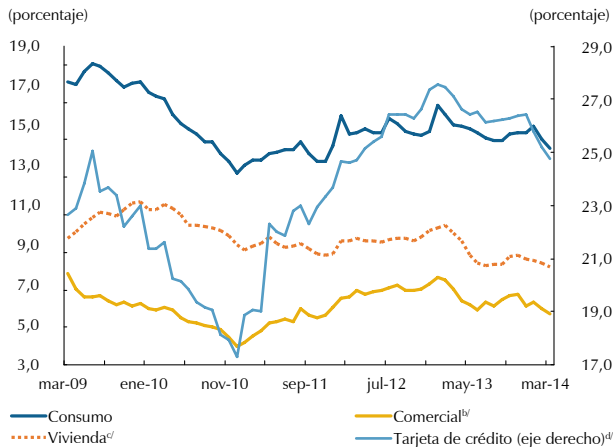
## B. CRÉDITO

Durante el primer trimestre de 2014 el crédito bancario se aceleró. Este resultado obedeció al incremento en el crecimiento de los préstamos comerciales (los cuales representan cerca del 65% del total), que fue parcialmente compensado por la menor dinámica de los otorgados a los hogares (Gráfico 47). En el último grupo continuó la fuerte expansión del crédito hipotecario y la desaceleración en el de consumo.

El dinamismo en el endeudamiento ocurrió en un entorno de tasas de interés reales que, en lo corrido del año hasta abril, han sido en promedio inferiores a las observadas durante 2013 (Gráfico 48). Las tasas de interés reales de los créditos de consumo e hipotecario



Gráfico 48  
Tasas de interés reales activas<sup>a/</sup>



a/ Se utilizó el IPC como deflactor.

b/ Promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.

c/ Promedio ponderado por monto de la tasa de los desembolos en pesos y en UVR para adquisición de vivienda no VIS.

d/ No incluye consumos a un mes ni avances.

Fuente: Banco de la República.

han sido menores a su promedio histórico durante varios meses y han permitido que la carga financiera de los hogares continúe en niveles bajos<sup>12</sup>.

En cuanto al nivel de endeudamiento, los cálculos para el sector corporativo, que incluyen la cartera bancaria, los bonos y las obligaciones contratadas directamente con entidades del exterior, presentan valores superiores a los de antes de la crisis de 1999<sup>13</sup>. Para el caso de los hogares, en 2013 la relación entre los préstamos con los establecimientos de crédito y el PIB mostró un nivel de 15,3%, similar al de 1997. Este último resultado es mayor si se consideran indicadores más amplios que incluyen el crédito otorgado por el Fondo Nacional del Ahorro, las cooperativas de ahorro y crédito, los fondos de empleados y otras entidades que suplen algunas de las necesidades de financiamiento de las familias (véase recuadro 2, p. 69).

Aunque en lo que resta del año no se esperan cambios abruptos en el endeudamiento del sector privado, la más reciente *Encuesta trimestral sobre la situación del crédito en Colombia* permite ver dos factores que actuarían en direcciones opuestas. Por un lado, los bancos perciben una menor demanda por préstamos en todas las modalidades, a excepción de la de vivienda, y por otro, se han reducido levemente las exigencias para otorgar nuevos créditos. Así, el comportamiento en los próximos meses de la cartera bruta de los bancos dependerá de cuál de estos elementos predomine.

Hacia el mediano plazo se deben monitorear algunas tendencias que, de llegar a acentuarse, podrían hacer más vulnerable a choques adversos al sistema financiero y a la economía en su conjunto. Por una parte, la deuda de los hogares con el sistema financiero ha venido creciendo a un ritmo mayor que sus ingresos y, como ya se mencionó, esta variable relativa al PIB ya se encuentra en niveles históricamente altos. Por la otra, el sector solidario (cooperativas, fondos de empleados, etc.), que enfrenta una regulación y supervisión más laxa que el sistema financiero<sup>14</sup>, también ha contribuido al aumento de dicha deuda. En este contexto, niveles de crédito elevados pueden llevar a los deudores a una posición vulnerable a choques negativos, como por ejemplo, a un descenso en el ingreso o a una pérdida del empleo.

*Niveles de crédito elevados pueden llevar a los deudores a una posición vulnerable.*

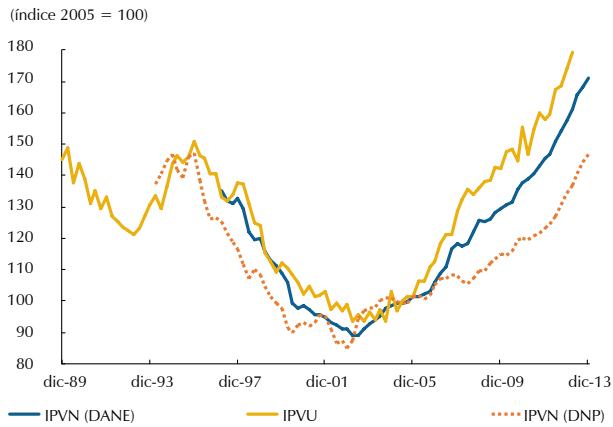
12 Véase *Reporte de Estabilidad Financiera*, marzo de 2014.

13 Para 2013 el endeudamiento del sector corporativo se estima en cerca del 35% del PIB, aproximadamente 4 pp por encima de lo registrado en 1997.

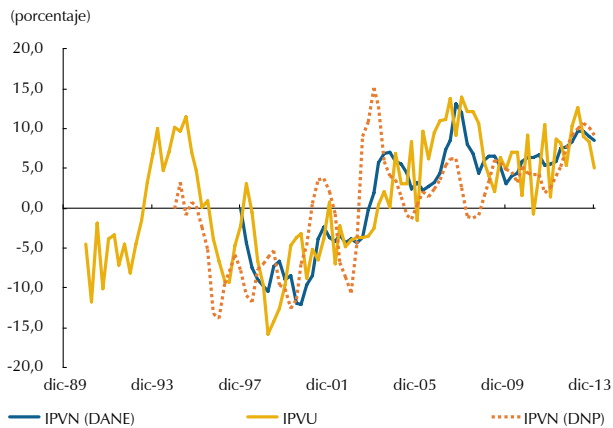
14 Las cooperativas de ahorro y crédito, los fondos de empleados, entre otras entidades, son vigiladas por la Superintendencia de la Economía Solidaria.

Gráfico 49  
Precios de la vivienda relativos al IPC

A. Índices

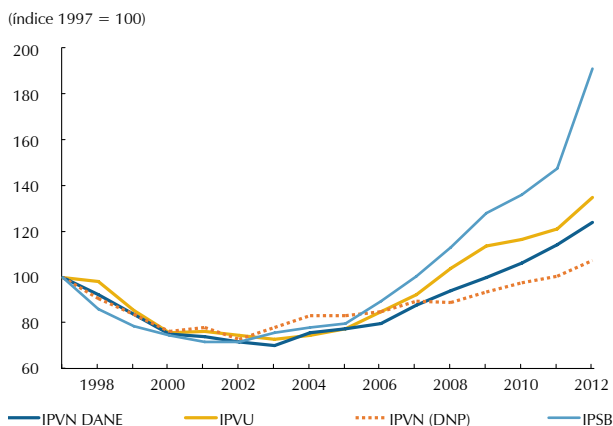


B. Variación porcentual anual



Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

Gráfico 50  
Índices de precios de la vivienda e índice del precio del suelo urbano residencial en Bogotá (IPSB) (relativos al IPC)



Fuentes: DANE, DNP, Lonja de Bogotá y Banco de la República.

C. VIVIENDA

Durante 2013 los precios de la vivienda continuaron incrementándose a tasas altas (alrededor del 10% anual, descontando la inflación) desde niveles elevados, con lo cual se alcanzaron nuevos records (Gráfico 49, panel A). Sin embargo, en el segundo semestre se observaron crecimientos menores que los registrados en la primera parte del año (Gráfico 49, panel B).

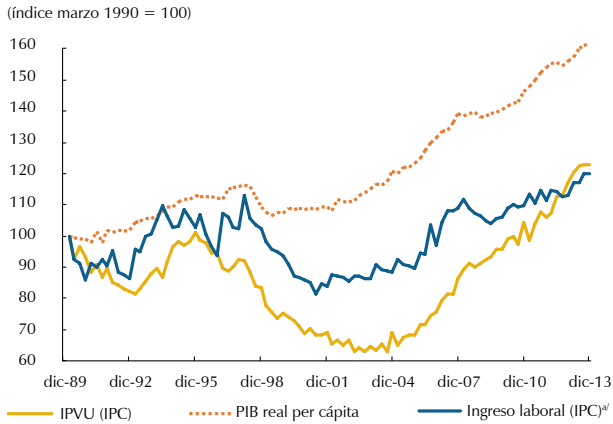
Entre los argumentos que se han presentado para explicar el comportamiento reciente de dichos precios se encuentran factores tanto de oferta como de demanda. Por el lado de la oferta, el principal argumento ha sido la escasez de tierra. El Gráfico 50 muestra la evolución del precio del suelo urbano residencial para Bogotá, el cual ha tenido incrementos considerables que, con información a 2012, no se habían transmitido en su totalidad al precio de la vivienda.

Por el lado de la demanda, además de las diversas políticas que han favorecido la construcción y la adquisición de vivienda, otro factor que la ha impulsado es el crecimiento del poder de compra de los hogares observado durante la última década. Desde diciembre de 2003 el PIB per cápita y el ingreso laboral han acumulado aumentos, en términos reales, cercanos al 40% (Gráfico 51). De igual manera, el déficit habitacional, cambios demográficos<sup>15</sup> y las tasas de interés de los préstamos hipotecarios que han permanecido bajas en términos históricos se mencionan como algunos de los determinantes de la alta demanda por vivienda (Gráfico 52).

Vale la pena tener en cuenta que después de la crisis de 1999 en Colombia se tomaron medidas prudenciales en este sector, tales como: i) límites al porcentaje al cual se pueden financiar los hogares para adquirir vivienda; ii) límites al monto de la primera cuota en relación con el ingreso, y iii) restricciones a los constructores para garantizar la viabilidad financiera de los proyectos antes de iniciar obra; entre otros. Estas

15 La Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol) menciona, por ejemplo, el aumento de la población urbana y el menor tamaño de los hogares entre otros. Véase Informe Económico No. 28, julio 2011.

Gráfico 51  
Precios de la vivienda, PIB per cápita e ingreso laboral<sup>a/</sup>



a/ Corresponde a la mediana del ingreso laboral (total siete ciudades) deflato por el IPC. Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 52  
Tasa de interés real de los créditos hipotecarios<sup>a/</sup>



a/ Promedio ponderado por monto de la tasa de los desembolsos en pesos y en UVR para adquisición de vivienda no VIS. Se utilizó el IPC como deflato. Fuente: Banco de la República.

medidas, dirigidas a evitar un sobreendeudamiento de los hogares y de las empresas del sector de la construcción, podrían contribuir a reducir los impactos negativos que puede tener un cambio en el ciclo del mercado de vivienda. No obstante, el incremento de los precios de la vivienda, que se ha venido observando en los últimos años, debe seguir siendo monitoreado, ya que si ellos se alejan del comportamiento de sus fundamentales, la reversión de las posibles sobrevaloraciones tendría fuertes consecuencias negativas sobre la riqueza de los hogares.

## ALGUNOS ESTUDIOS SOBRE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN COLOMBIA

El hecho de que los diferentes indicadores de precios de la vivienda en Colombia muestren valorizaciones sostenidas por varios años, ha motivado el análisis sobre los factores que podrían estar sustentando dicho comportamiento y ha suscitado la discusión sobre la posible existencia de una burbuja en este sector.

En este sentido, a partir de pruebas estadísticas algunos estudios<sup>1</sup> (Gómez *et al.*, 2013; Hernández y Piraquive, 2014)

1 Gómez, J.; Ojeda, J.; Rey, C.; Sicard, N. (2013). "Testing for Bubbles in Housing Markets: New Results using a New Method", Borradores de Economía, núm. 753, Banco de la República; Hernández, G.; Piraquive, G. (2014). "Evolución de

han detectado un comportamiento explosivo en las series de precios de la vivienda, lo que consideran como un indicio de que el país podría estar experimentando una burbuja inmobiliaria. Asimismo, otros análisis<sup>2</sup> han afirmado que en la actualidad Colombia presenta una burbuja hipotecaria con

los precios de la vivienda en Colombia", Archivos de Economía, núm. 407, Departamento Nacional de Planeación.

2 Véase, por ejemplo: ANIF, "¿Burbuja hipotecaria en Colombia?", *Informe Semanal*, núm. 1213, 7 de abril de 2014; "Elementos para analizar las burbujas hipotecarias: los casos de Gran Bretaña vs. Colombia", *Comentario Económico del Día*, 19 de febrero de 2014, entre otros.

características diferentes a la de los años noventa. Al evaluar el rendimiento de la inversión residencial (medida como los arriendos sobre el precio), Corficolombiana<sup>3</sup> encuentra que esta variable se sitúa por debajo de su promedio histórico, lo que podría estar indicando que recientemente se está dando una sobrevaloración de la vivienda en Colombia.

Por otro lado, se ha argumentado que el comportamiento de los precios de la vivienda en el país ha obedecido a la evolución de fundamentales, como el crecimiento del ingreso, la dinámica del precio del suelo, aspectos demográficos y cambios en la composición de la oferta<sup>4</sup>. También, se ha

señalado que detrás de la dinámica reciente de los precios está una corrección de su fuerte caída tras la crisis de 1999, un aumento en el ingreso y un efecto riqueza (Piraquive y Hernández, 2014). Finalmente, otros estudios<sup>5</sup> han señalado que los precios de la vivienda están asociados con “niveles históricamente altos del precio del suelo” y, por tanto, no están desalineados con respecto a sus fundamentales.

3 Corficolombiana, “Auge inmobiliario”, *Informe Semanal*, 17 de febrero de 2014.

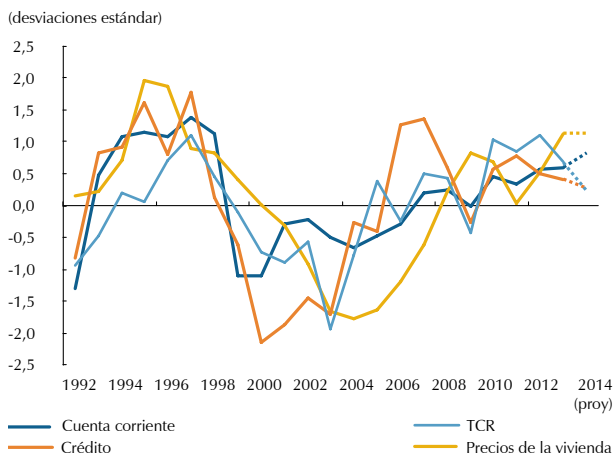
4 Véase: Camacol (2011). “¿Todo aumento de precios es burbuja? Hacia una mejor comprensión de la información contenida en los índices de precios de la vivienda nueva”, *Informe Económico*, núm. 28, julio, y “Heterogeneidad inter e intrarregional

de los precios de la vivienda nueva: evolución reciente y tendencias de largo plazo”, *Informe Económico*, núm. 57, abril de 2014.

5 Salazar, N.; Steiner, R.; Becerra, A.; Ramírez, J. (2012). “¿Qué tan desalineados están los precios de la vivienda en Colombia?”, Fedesarrollo.

## D. ESTIMACIONES DE LARGO PLAZO E ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

Gráfico 53  
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito



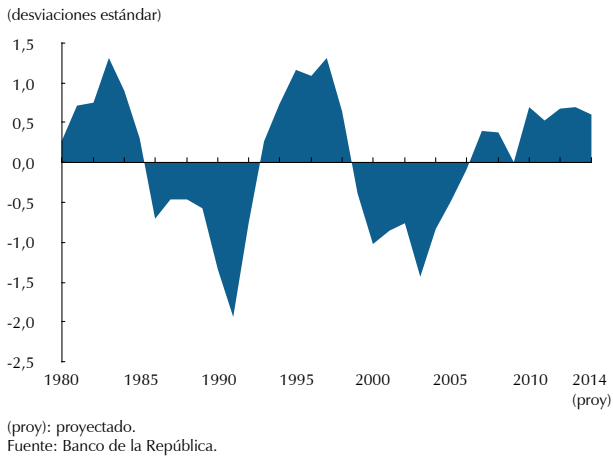
La comparación entre los resultados registrados en 2013 de las variables presentadas y sus estimaciones de largo plazo continúa sugiriendo desbalances<sup>16</sup>. Específicamente, para la cuenta corriente y el crédito el desequilibrio habría sido similar al de 2012, para la TCR se habría dado una corrección y para los precios de la vivienda una ampliación del desalineamiento (Gráfico 53).

La combinación de las anteriores brechas estandarizadas en un solo indicador (IDM)<sup>17</sup> sugiere que en 2013 el desequilibrio agregado aumentó ligeramente frente al de 2012. Para 2014 se espera una ampliación de la brecha de la cuenta corriente (originada en el mayor déficit), y una corrección para la TCR y el crédito. En cuanto a los precios de la vivienda, no se estima un

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

17 Véase Arteaga, C.; Huertas, C.; Olarte, S. (2012). “Índice de desbalance macroeconómico, Borradores de Economía, núm. 744”, Banco de la República.

Gráfico 54  
Índice de desbalance macroeconómico



incremento en el desequilibrio. De esta forma, en el nivel agregado el IDM sugiere una ligera reducción en la vulnerabilidad de la economía ante choques negativos (Gráfico 54).

Vale la pena resaltar que la economía colombiana cuenta con algunos factores que le dan capacidad para ajustarse ante choques negativos y que la dejan en una mejor posición en relación con otros países emergentes que enfrentan vulnerabilidades similares. Al respecto, se destacan las expectativas de inflación ancladas en la meta de largo plazo, lo cual ofrece margen de maniobra para la política monetaria; una deuda pública en niveles manejables; una tasa de cambio flexible que permite absorber los choques externos; un saldo de reservas internacionales que se ha multiplicado por cinco en la última década y un conjunto de medidas macroprudenciales<sup>18</sup> que se mantienen activas.

servas internacionales que se ha multiplicado por cinco en la última década y un conjunto de medidas macroprudenciales<sup>18</sup> que se mantienen activas.

---

18 Por ejemplo, las provisiones contracíclicas, las medidas sobre posición propia de los establecimientos de crédito, los límites al monto máximo en que se pueden financiar los hogares con crédito hipotecario y al valor de la primera cuota en la compra de vivienda, entre otros.

## Recuadro 2

### UN INDICADOR AMPLIADO DE FINANCIAMIENTO A LOS HOGARES

Natalia Solano Rojas  
Luis H. Calderón L.\*

La medida actual del endeudamiento de los hogares corresponde a los préstamos otorgados por los establecimientos de crédito<sup>1</sup> con destino a consumo y adquisición de vivienda, lo que en adelante se denominará crédito bancario. El indicador que se presenta a continuación amplía la cobertura en cuanto a fuentes y modalidades de financiamiento. Por fuentes, se incluye el crédito del Fondo Nacional del Ahorro (FNA) y el del sector solidario, y por modalidad, los contratos de *leasing* habitacional.

El FNA, creado mediante Decreto Extraordinario 3118 de 1968, administra las cesantías de los empleados del sector público, facultad que se extendió con la Ley 432 de 1998, para manejar las del sector privado, así como para captar ahorro; recursos que se pueden destinar a préstamos de vivienda y educación. Estos créditos resultan relevantes, en particular los destinados a la adquisición de vivienda, ya que a finales de 2013 representaron 15,7% de la cartera hipotecaria ajustada de los establecimientos de crédito<sup>2</sup>.

El sector solidario, de acuerdo con la Ley 454 de 1998, corresponde a las cooperativas, asociaciones mutuales y fondos de empleados supervisados por la Superintendencia de la Economía Solidaria (Supersolidaria)<sup>3</sup>. Estas entidades se han focalizado en el crédito a sus asociados como medio para su desarrollo. En efecto, entre 2002 y 2013 la participación del crédito del sector sobre sus activos se incrementó de 45,9% a 55,3%. En el mismo período la modalidad de consumo representó 85,3% del total del crédito del sector, con un saldo que al cierre de 2013 fue equivalente al 15,1% del crédito de consumo de los establecimientos de crédito.

Recientemente, con el Decreto 777 de la Ley 795 de 2003 se autorizó a los bancos comerciales y a las compañías de financiamiento comercial para realizar operaciones de financiamiento mediante contratos de *leasing* habitacional<sup>4</sup>, modalidad que, aunque es clasificada como cartera comercial por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), tiene por objeto la adquisición de vivienda. En 2013 el incremento anual de esta modalidad fue de 47,3%, con un saldo que representó el 23,6% de la cartera hipotecaria.

Las adiciones mencionadas, se tradujeron en que para 2013 el indicador ampliado de financiamiento a los hogares alcanzara un saldo de \$132,1 billones (b), mayor en \$24,1 b con respecto al crédito bancario a los hogares (\$108,0 b). De este incremento, \$12,8 b corresponde al sector solidario<sup>5, 6</sup>, cuyo destino fue fundamentalmente crédito de consumo (93,6%), y el restante \$11,3 b al otorgado a través de *Leasing* y por el FNA para adquisición de vivienda (Gráfico R2.1).

Con el cálculo del indicador ampliado, como se observa en el Gráfico R2.2, en 2013 el financiamiento a los hogares en términos del producto interno bruto (PIB) se situó en 18,69%, lo que significa 3,41 puntos porcentuales (pp) por encima del indicador bancario (15,28%). En cuanto a su comportamiento, entre 2004 y 2013 ambos indicadores presentaron una tendencia creciente, período en el cual el ampliado se incrementó 92,4% (partiendo de 9,7% del PIB), en tanto que el bancario lo hizo en 102,3% (iniciando en 7,55% del PIB). Con relación al nivel, el indicador bancario señala que en la actualidad se observan niveles similares a los registrados en 1997, período cercano al inicio de la crisis financiera de los años noventa. No obstante, si

\* Los autores son en su orden, practicante y profesional experto en el sistema financiero del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial y cooperativas financieras.

2 Incluye la cartera para adquisición de vivienda y sus titularizaciones.

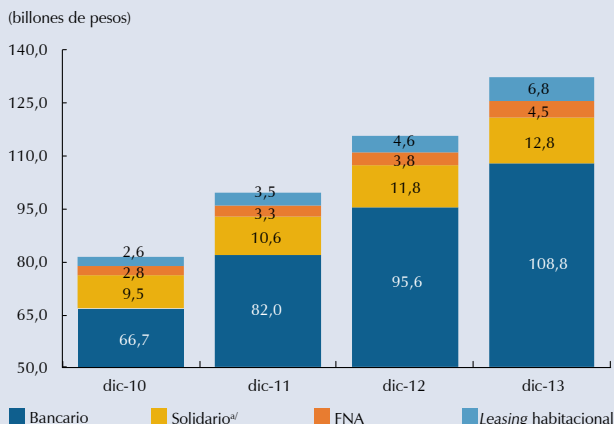
3 De manera que no se incluyen las entidades solidarias prestadoras de servicios a los sectores de salud, transporte, vigilancia y seguridad privada y educación, las cuales reportan a otras superintendencias y su actividad crediticia hacia los hogares representó algo menos del 4% del sector solidario, según cálculos preliminares obtenidos al contrastar la información con la Confederación de Cooperativas de Colombia.

4 Mediante un contrato de *leasing* habitacional el establecimiento de crédito entrega a un usuario la tenencia de un inmueble destinado a vivienda a cambio de realizar periódicamente el pago de un canon de arrendamiento durante un plazo convenido. Al vencimiento de dicho plazo, el usuario puede ejercer la opción de adquirir la vivienda, si así lo quiere, para lo cual se le reconocerán los pagos realizados y se debería comprometer a cancelar un valor residual (véase <http://www.construdata.com/BancoConocimiento/L/leasingabc/leasingabc.asp>).

5 Los montos de crédito del sector solidario de 2012 y 2013 se aproximaron con los crecimientos de una población de entidades que en 2011 representaba por monto el 94,44% del crédito de la población total.

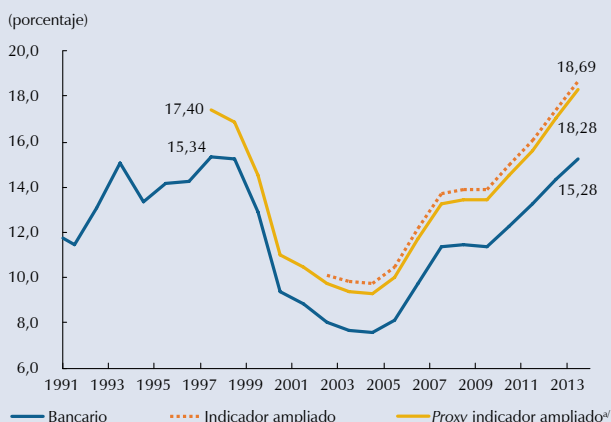
6 En 2013 el crédito total del sector solidario suma \$14,3 b, de los cuales \$1,6 b se destinan a créditos comerciales y de microcrédito.

**Gráfico R2.1**  
Financiamiento a los hogares



a/ Cooperativas, asociaciones mutuales y fondos de empleados bajo supervisión de la Superintendencia de la Economía Solidaria.  
Fuentes: Superintendencia de la Economía Solidaria (estados financieros) y Superintendencia Financiera de Colombia (estados financieros); cálculos del Banco de la República.

**Gráfico R2.2**  
Financiamiento a los hogares como proporción del PIB



a/ No incluye fondos de empleados (ver nota 7).  
Fuentes: Superintendencia de la Economía Solidaria (estados financieros) y Superintendencia Financiera (estados financieros); cálculos del Banco de la República.

se utiliza una *proxy* del indicador ampliado<sup>7</sup>, el nivel actual supera en 88 puntos básicos (pb) al de 1997 (18,28% vs. 17,40%)<sup>8</sup>.

7 Dado que en el período 1997 a 2001 no se cuenta con la información de los fondos de empleados, ni con la desagregación de hogares para el resto del sector solidario, se reconstruyó el indicador como el agregado del crédito bancario, del FNA, el *leasing* habitacional y el crédito total del sector solidario sin fondos de empleados. Esta aproximación es razonable si se tiene en cuenta que, entre 2002 y 2013, en promedio el 92,2% del crédito del sector solidario se dirigió a los hogares y, adicionalmente, entre 2002 y 2012 los fondos de empleados destinaron más de 98% hacia los hogares.

8 Es importante aclarar que el actual contexto macroeconómico es muy diferente al de finales de los años noventa. En esa época las vulnerabilidades de los sectores financiero, externo,

En términos de la dinámica del financiamiento a los hogares, como se aprecia en el Gráfico R2.3, ambos indicadores siguen una senda similar, con algo más de volatilidad para el crédito bancario. En el componente de consumo, el crecimiento de los dos indicadores a partir de 2008 es muy cercano, pero hacia atrás se observa una brecha en favor del crédito bancario. Ello debido a la conversión de varias cooperativas financieras cerradas<sup>9</sup> en abiertas<sup>10</sup>, lo que generó una recomposición de entidades desde el sector solidario hacia los establecimientos de crédito (Gráfico R2.4).

En el componente de adquisición de vivienda, también se advierte la similitud en la trayectoria del crecimiento, pero con la característica de que el indicador ampliado siempre superó al crédito bancario y, adicionalmente, desde 2009 la brecha entre los dos se viene ampliando. En particular, en 2013 la tasa anual de crecimiento del indicador ampliado alcanzó 19,9%, frente al 15,5% del crédito bancario, como reflejo del incremento anual del *leasing* habitacional (47,4%) y del crédito hipotecario del FNA (18,2%) (Gráfico R2.5).

De acuerdo con analistas del sector, el importante crecimiento que presenta el *leasing* habitacional, con una tasa anual de 34,8% en los últimos cuatro años, puede explicarse por varios motivos: a) estos contratos permiten un mayor porcentaje de financiación (80%) con respecto al límite establecido para los créditos hipotecarios ordinarios (70%); b) los intermediarios ofrecen tasas de interés más bajas, en parte, debido a que los ingresos provenientes de estos contratos constituyen rentas exentas; c) en 2013, de acuerdo con el Decreto 0701 y la Resolución 1263, el *leasing* habitacional también se incluyó en la cobertura en tasa de interés aplicable, inicialmente, solo para los créditos hipotecarios; d) finalmente, a diferencia de las hipotecas, la legalización del contrato del *leasing* habitacional no causa impuesto de timbre.

En conclusión, con el indicador ampliado de financiación se logra una aproximación que podría resultar útil como referencia para estimar la evolución de la carga financiera de los hogares. El cálculo propuesto, para el caso de la financiación

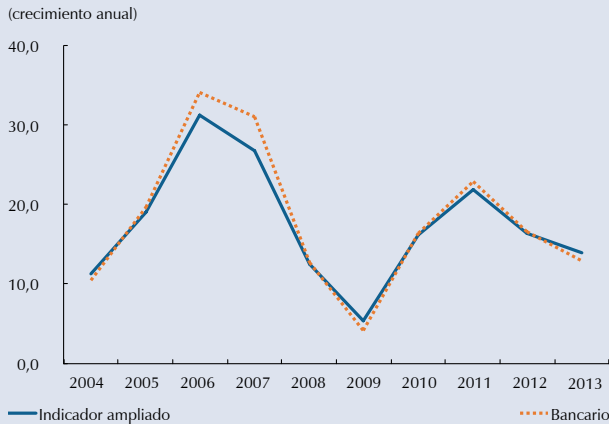
público y real eran elevadas y la economía era más susceptible de ser afectada por un choque externo adverso. En este contexto, el nivel de endeudamiento solo fue uno de los factores que explicó la presencia de la crisis.

9 Autorización de operaciones de captación y colocación de crédito únicamente para con los asociados, es decir, para aquellos que hacen aportes de capital, entidades que se encuentran bajo la supervisión de la Supersolidaria.

10 Entidades que, cumpliendo los requisitos exigidos por la SFC, quedaron bajo su vigilancia y a las que se les facultó para adelantar operaciones de captación y crédito con agentes diferentes a sus asociados.



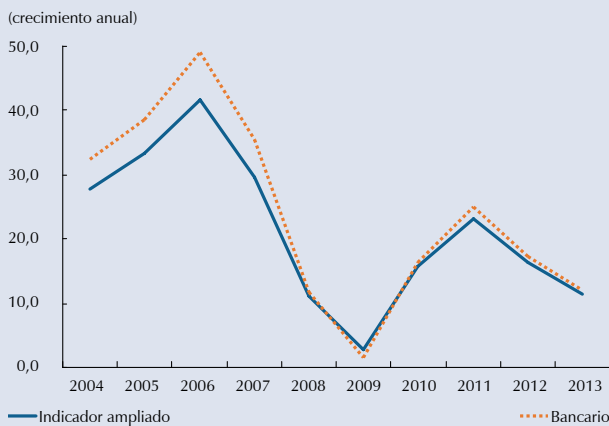
**Gráfico R2.3**  
Financiamiento a los hogares



Fuentes: Superintendencia de la Economía Solidaria (estados financieros) y Superintendencia Financiera de Colombia (estados financieros); cálculos del Banco de la República.

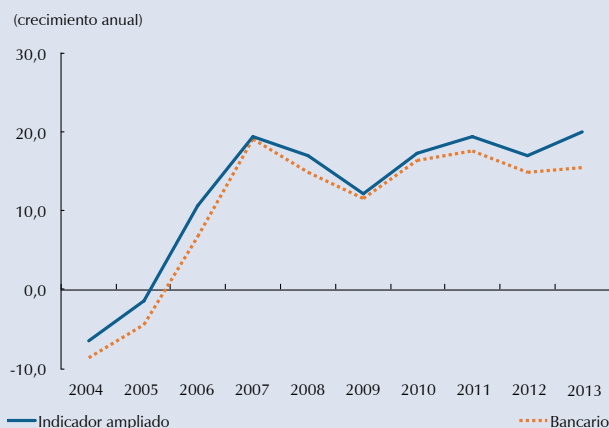
para adquisición de vivienda, muestra crecimientos más altos, lo que podría estar explicando una mayor demanda, frente a si solo se observa el crédito bancario.

**Gráfico R2.4**  
Financiamiento para consumo



Fuentes: Superintendencia de la Economía Solidaria, Superintendencia Financiera y Confederación de Cooperativas de Colombia; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico R2.5**  
Financiamiento para adquisición de vivienda



Fuentes: Superintendencia de la Economía Solidaria, Superintendencia Financiera y Confederación de Cooperativas de Colombia; cálculos del Banco de la República.

# ANEXO

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2014 y 2015. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta abril de 2014.

### 1. Proyecciones para 2014

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,6% igual al estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. De la misma forma, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 4,5%.

Cuadro A1  
Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros para 2014

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
<b>Analistas locales</b>						
Alianza Valores	4,8	3,5	2.100	4,90	2,3	8,1
Anif	4,6	3,00	n. d.	4,70	1,3	10,0
Banco de Bogotá	4,5	2,90	2.000	4,50	n. d.	9,7
Bancolombia <sup>a/</sup>	4,4	2,80	2.025	4,13	2,4	8,1
BBVA Colombia <sup>a/</sup>	4,7	3,14	1.960	4,63	2,3	9,5
BGT Pactual	4,5	3,16	2.050	n. d.	1,2	9,4
Corficolombiana	5,0	3,00	1.875	5,00	1	9,1
Corpbanca <sup>b/, c/</sup>	4,7	3,10	2.000	5,00	2,4	8,4
Corredores Asociados	4,5	3,17	2.040	4,51	2,3	8,4
Correval	4,6	3,00	1.950	5,04	1	9,7
Davivienda <sup>a/</sup>	4,5	3,53	1.900	4,40	2,3	8,5
Fedesarrollo <sup>a/</sup>	4,3	3,3	1.980	4,80	2,3	9,2
Ultrabursátiles	4,2	3,03	2.000	4,36	n. d.	8,9
<b>Promedio</b>	<b>4,6</b>	<b>3,1</b>	<b>1.990</b>	<b>4,7</b>	<b>1,9</b>	<b>9,0</b>
<b>Analistas externos</b>						
Citi <sup>a/</sup>	4,6	3,00	2.075	5,05	1,3	8,7
Deutsche Bank	4,5	3,00	1.970	n. d.	2,30	n. d.
Goldman Sachs	4,4	3,00	2.150	n. d.	2,30	n. d.
JP Morgan	4,6	2,90	n. d.	n. d.	1,20	n. d.
<b>Promedio</b>	<b>4,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2.065</b>	<b>5,1</b>	<b>1,8</b>	<b>8,7</b>

n. d.: no disponible

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

c/ Antiguo Banco Santander.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2  
Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros para 2015

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de
<b>Analistas locales</b>			
Alianza Valores	5,0	3,8	2.250
Anif	4,5	3,0	n. d.
Banco de Bogotá	5,0	3,0	2.050
Bancolombia	4,6	3,4	2.150
BBVA Colombia	4,8	3,2	1.980
BGT Pactual	4,5	3,3	2.100
Corficolombiana	5,0	3,0	1.975
Corpbanca <sup>a/</sup>	5,0	3,2	2.050
Corredores Asociados	4,8	3,3	2.040
Correval	5,1	3,4	1.950
Davivienda	n. d.	n. d.	n. d.
Fedesarrollo	4,6	3,0	2.015
Ultrabursátiles	4,5	3,0	2.200
Promedio	4,8	3,2	2.069
<b>Analistas externos</b>			
Citi	5,0	3,50	2.150
Deutsche Bank	4,3	3,6	n. d.
Goldman Sachs	4,5	3,0	2.204
JP Morgan	4,5	3,0	n. d.
<b>Promedio</b>	<b>4,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2.177</b>

n. d.: no disponible.

a/ Antiguo Banco Santander.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén una inflación del 3,1%, mientras que los extranjeros prevén un incremento de 3,0% 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 2014 (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 \$1.990, frente a los \$1.991 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los \$2.065 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,7%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 9,0%.

## 2. Proyecciones para 2015

Para 2015 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 4,8% y los extranjeros uno de 4,6%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,2% y 3,3%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de \$2.069 y \$2.177, respectivamente.