



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2013

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2013*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 25 de octubre de 2013.

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

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Coyuntura internacional	15
B. Balanza de pagos	23
Recuadro 1: Vulnerabilidad de algunas economías emergentes ante una menor liquidez global	29
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	32
A. El PIB en el segundo trimestre de 2013	32
B. Pronóstico de corto plazo para el PIB	37
Recuadro 2: Comparación de índices de términos de intercambio de Colombia	44
III. Desarrollos recientes de la inflación	48
A. La inflación básica	50
B. IPC de alimentos	52
Recuadro 3: ¿Por qué la volatilidad en el IPC de energía eléctrica?	54
IV. Pronósticos de mediano plazo	57
A. Crecimiento económico	57
B. Inflación	63
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	70
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	71
B. Precios de la vivienda	73
C. Endeudamiento	73
D. Estimaciones de largo plazo e índice de vulnerabilidad macroeconómica (IDM)	75
Recuadro 4: Comportamiento del mercado de depósitos y crédito ante expectativas de menor liquidez internacional	76
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	78

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índices de actividad real globales	16
Gráfico 2	Índices de actividad real en los Estados Unidos	16
Gráfico 3	PIB real de la zona del euro	17
Gráfico 4	Variación anual del PIB real de China	17
Gráfico 5	Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina	18
Gráfico 6	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	18
Gráfico 7	Índices de precios internacionales del carbón, níquel y café	19
Gráfico 8	Índice de términos de intercambio de Colombia	19
Gráfico 9	Índices accionarios globales	20
Gráfico 10	Índice de tasa de cambio nominal para algunas economías de América Latina	20
Gráfico 11	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	20
Gráfico 12	Exportaciones totales	24
Gráfico 13	Importaciones FOB totales	24
Gráfico 14	Exportaciones industriales y otros	25
Gráfico 15	Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto	25
Gráfico 16	Importaciones por tipo de bienes (FOB)	26
Gráfico 17	Producto interno bruto	32
Gráfico 18	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	37
Gráfico 19	Balance expectativas de inversión (EMEE) vs. variación anual de la FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	38
Gráfico 20	Muestra mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado)	38
Gráfico 21	Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil desestacionalizado)	39
Gráfico 22	Tasa de desempleo (trimestre móvil junio-agosto)	39
Gráfico 23	A. Ocupados en el total nacional B. Ocupados en las 13 áreas	39
Gráfico 24	Empleo por tipo de ocupación	40
Gráfico 25	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	40
Gráfico 26	Tasas de interés reales de los hogares	40
Gráfico 27	Producción de café	40
Gráfico 28	Área aprobada total según licencias de construcción	41
Gráfico 29	Índice de producción industrial sin trilla de café	42
Gráfico 30	Imaco: indicador líder 5 meses del PIB Promedio aritmético 2000 = 100	43
Gráfico 31	Inflación total al consumidor	48
Gráfico 32	IPP por procedencia	50
Gráfico 33	Salarios nominales	50
Gráfico 34	Indicadores de inflación básica	50
Gráfico 35	IPC anual de regulados y sus componentes	51
Gráfico 36	IPC anual de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	52

Gráfico 37	IPC anual de no transables	52
Gráfico 38	IPC anual de alimentos	52
Gráfico 39	IPC de alimentos por grupos	53
Gráfico 40	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	62
Gráfico 41	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	62
Gráfico 42	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	62
Gráfico 43	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	64
Gráfico 44	Inflación observada y expectativas de inflación	65
Gráfico 45	Expectativas de inflación derivadas de los TES	65
Gráfico 46	<i>Fan chart</i> de la inflación total	66
Gráfico 47	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	66
Gráfico 48	Cuenta corriente por componentes como porcentaje del PIB	71
Gráfico 49	Composición pasivos externos	72
Gráfico 50	Tasas de cambio real y promedios históricos	72
Gráfico 51	Índice de precios de la vivienda relativos al IPC	73
Gráfico 52	Disposición a comprar vivienda	73
Gráfico 53	Endeudamiento total	73
Gráfico 54	Cartera del sistema financiero	74
Gráfico 55	Pasivos sujetos a encaje	74
Gráfico 56	Desbalances individuales del índice de desbalance macroeconómico	75
Gráfico 57	Índice de desbalance macroeconómico	75

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	21
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	23
Cuadro 3	Proyección de la balanza de pagos de Colombia	27
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	34
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	35
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	49

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La información disponible hasta el tercer trimestre de 2013 muestra una economía mundial que se recupera de forma lenta. La economía de los Estados Unidos se expande a una tasa moderada y la de la zona del euro, aunque débil, muestra algunas señales de mejoría. Los grandes países emergentes de Asia y de América Latina crecen de forma heterogénea y en su mayoría presentan ritmos de expansión inferiores a los observados en 2012. La dinámica promedio de nuestros socios comerciales en 2013 probablemente será inferior a la del año anterior. Para 2014 se espera que la demanda externa se acelere, en especial por un mejor comportamiento de la economía estadounidense y por un crecimiento positivo en la zona del euro.

Las tensiones en los mercados financieros internacionales, asociadas con la eventual reducción en la compra de activos por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), disminuyeron a lo largo del trimestre. El aumento en las tasas de interés de largo plazo observado a partir de mayo se revirtió parcialmente. Así mismo, en los países emergentes de la región las primas de riesgo descendieron, las monedas presentaron una apreciación moderada y los precios de los activos financieros se recuperaron. No obstante, las discusiones futuras sobre el techo de la deuda pública estadounidense pueden generar nuevas tensiones financieras y traer consecuencias negativas sobre la confianza, el crecimiento económico y las primas de riesgo mundiales. También, cabe esperar algo de volatilidad en los mercados financieros internacionales, relacionada con futuras acciones monetarias de la Fed.

En cuanto a los términos de intercambio, en agosto sus niveles aumentaron y continúan en valores históricamente altos, aunque inferiores al promedio observado en 2012. Los mayores precios internacionales del petróleo y el descenso en las cotizaciones de algunos productos básicos que importa Colombia explican dicha recuperación. Cabe esperar que en 2014 el impulso originado en los términos de intercambio pierda dinamismo.

La demanda externa débil, pero en recuperación, y los altos precios internacionales del petróleo se han visto reflejados en el comportamiento de las exportaciones en dólares de Colombia. En julio y agosto las ventas totales externas crecieron, en promedio, 0,9% anual, después de haber caído 3,9% anual en el primer semestre del año. En dicho bimestre las exportaciones de origen minero se expandieron 5,1% anual, sector que había exhibido un descenso de 7,4% anual en los primeros seis meses de 2013. En julio y agosto las ventas externas agrícolas e industriales descendieron en promedio 4,9% y 10%, respectivamente.

El crecimiento del PIB de Colombia en el segundo trimestre de 2013 fue superior al proyectado. Por el lado de la demanda interna, tanto la inversión como el consumo de los hogares y el Gobierno mostraron un mayor dinamismo. De la misma manera, la expansión real de las exportaciones superó a la de las importaciones, hecho que no se registraba desde el segundo trimestre de 2009. Por el lado de la oferta, con excepción de la construcción, todos los sectores económicos mostraron un mayor ritmo de aumento que el del trimestre anterior, destacándose el sector agropecuario. La industria, con trilla de café, creció a una tasa positiva, luego de haberse contraído durante tres trimestres consecutivos.

Para el tercer trimestre el equipo técnico proyecta un rango de crecimiento de entre 3,8% y 5,4%, con 4,6% como cifra más probable. En este período la actividad estaría impulsada principalmente por la inversión en construcción y edificaciones. El consumo se expandiría a una tasa similar a la observada en el primer semestre de 2013, mientras que las exportaciones se desacelerarían y aumentarían menos que las importaciones. Por el lado de la oferta, el sector de construcción también sería la principal fuente de crecimiento, seguido por la agricultura, la minería y el comercio. Se debe resaltar que en este período se presentaron diferentes huelgas que afectaron la producción en sectores como el transporte y la minería.

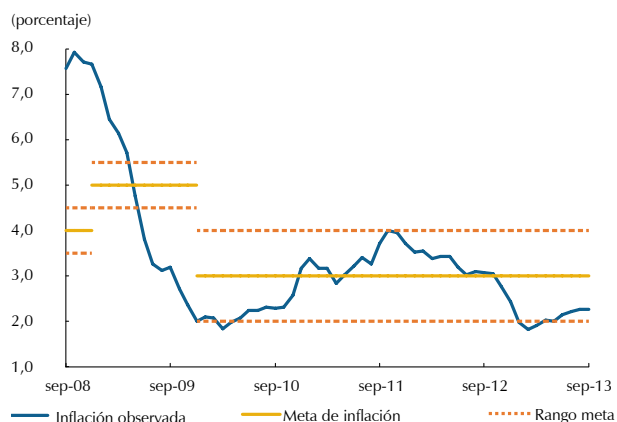
Para todo 2013 el rango de proyección de crecimiento se situó en 3,5% y 4,5%, con una cifra más probable alrededor de 4%. Para 2014 la cifra más factible podría ser mayor, situada en un rango entre 3% y 5%. Si estas proyecciones se materializan, en 2013 la brecha del producto estaría en terreno levemente negativo con un posible cierre en 2014.

El crecimiento del crédito total se ha estabilizado en una tasa superior al aumento del PIB nominal estimado para el presente año, aunque su composición ha cambiado, en parte, como reacción a los hechos internacionales. Las grandes empresas han incrementado su demanda por crédito comercial de largo plazo en pesos y

algunas de ellas han emitido bonos, reemplazando los préstamos en moneda extranjera. El crédito de consumo se sigue desacelerando y la cartera hipotecaria ha aumentado levemente su ritmo de expansión. Todo ello junto a unas tasas de interés que permanecieron relativamente estables en septiembre, y que en términos reales siguen siendo inferiores a sus promedios históricos calculados desde 2000 (excepto las de tarjetas de crédito).

Con respecto a los precios, en el tercer trimestre de 2013 la inflación anual aumentó levemente de 2,16% en junio a 2,27% en septiembre, cifra que se explica, principalmente, por un mayor incremento en los precios de los alimentos y del grupo de transables sin alimentos ni regulados (Gráfico A). El promedio de las

Gráfico A
Inflación total al consumidor



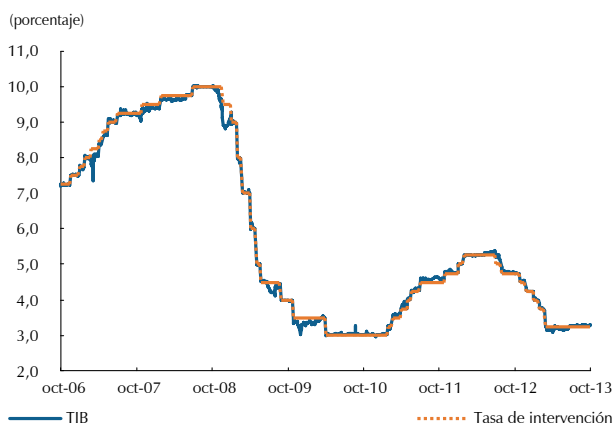
Fuentes: DANE y Banco de la República.

medidas de inflación básica se mantuvo relativamente estable en el trimestre y se situó en septiembre en 2,5%.

Las estimaciones de brecha de producto sugieren pocas presiones de demanda sobre los precios y son coherentes con una inflación que ha aumentado de forma lenta desde marzo y que en septiembre se ubica por debajo de la meta de largo plazo (3%). Similar situación se puede afirmar con el promedio de las cuatro medidas de inflación básica. Estos resultados han influido sobre las expectativas de inflación, las cuales se mantienen cerca al 3%.

Los pronósticos para el final de año sugieren una elevada probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo del 3%. En 2014 las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento, tendientes a mejorar la dinámica de la demanda agregada, deberían contribuir a que la inflación vaya convergiendo hacia la meta de largo plazo.

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



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 16 de octubre de 2013.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

En resumen, cabe esperar que el crecimiento económico en 2013 sea similar al observado el año anterior, aunque los riesgos a la baja no son despreciables y pueden haber aumentado recientemente. La inflación continúa en la mitad inferior del rango meta y sus expectativas permanecen ancladas a la meta de largo plazo (3%). Junto a lo anterior, las tasas de interés se mantienen en niveles que estimulan el gasto agregado de la economía.

Hecha la evaluación del balance de riesgos, la Junta Directiva consideró apropiado en agosto, septiembre y octubre mantener la tasa de interés de referencia en 3,25% (Gráfico B). Así mismo, en septiembre decidió ajustar el programa de compra de reservas internacionales y acumular hasta US\$1.000 millones entre octubre y diciembre del presente año.

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Juan Sebastián Amador

Óscar Iván Ávila

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Joan Granados

Daniel Parra

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Rocío Betancourt (jefa de sección), Gloria Sarmiento, Luis Hernán Calderón, Celina Gaitán, y Jhon Edwar Torres, de la Sección de Programación Macroeconómica; Julián Pérez y Sergio Olarte, asistentes de la Dirección; Eliana González, jefa de la Sección de Estadística; Franz Hamann (director), Jesus 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

Durante el tercer trimestre del año la recuperación de la actividad global se mantuvo, gracias a la contribución positiva de las algunas economías desarrolladas. Pese a ello, los riesgos a la baja se acrecentaron en los últimos meses.

La mayor incertidumbre fiscal en los Estados Unidos, y la reacción de los mercados financieros ante el posible desmonte del programa de estímulo monetario por parte de la Reserva Federal, explican este comportamiento.

Para 2014 se sigue esperando una aceleración en el crecimiento económico de los principales socios comerciales de Colombia.

A. COYUNTURA INTERNACIONAL

1. Actividad real

En el segundo trimestre de 2013 el crecimiento del producto interno bruto (PIB) de las principales economías desarrolladas sorprendió al alza; en particular por la expansión trimestral de la actividad real en la zona del euro, lo que estaría marcando el fin de la recesión en esa región. Aunque las economías emergentes continuaron expandiéndose a una tasa mayor que las avanzadas, su ritmo volvió a moderarse y estaría siendo inferior al del promedio 2010-2012.

Si bien la recuperación de la actividad global continuó en el tercer trimestre (Gráfico 1), en las semanas previas a la publicación de este informe se acrecentaron los riesgos a la baja, debido a la falta de acuerdos en relación con el tema fiscal en los Estados Unidos. A ello se sumó el aumento en sus tasas de interés de largo plazo, debido a las expectativas de desmonte gradual de los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal (Fed). Esto, además, dejó al descubierto la vulnerabilidad que enfrentan algunas economías emergentes importantes ante menores flujos de capital (Recuadro 1).

El aumento de las tasas de interés de mercado en los Estados Unidos dejó al descubierto la vulnerabilidad que enfrentan algunas economías emergentes.

Gráfico 1
Índices de actividad real globales
(Purchasing Managers Index: PMI)

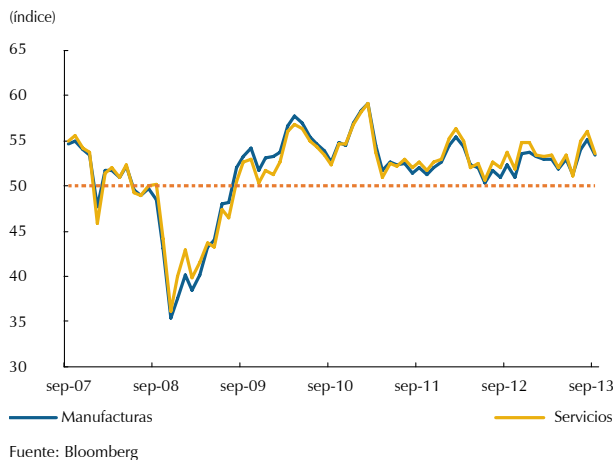
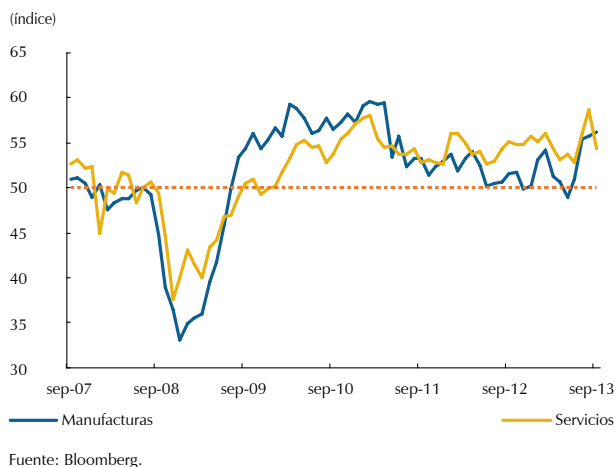


Gráfico 2
Índices de actividad real en los Estados Unidos



Durante el tercer trimestre la economía estadounidense (Gráfico 2) siguió expandiéndose a un ritmo moderado. Así, con información a agosto, las ventas al por menor y la industria crecieron tanto en términos mensuales como anuales; de forma similar, en septiembre los indicadores de actividad de los sectores de manufacturas y servicios se mantuvieron en terreno expansivo. Esta información apunta a que la actividad real creció a un ritmo moderado en el tercer trimestre.

El temor sobre una posible intervención militar de los Estados Unidos en Oriente Medio y las posteriores discusiones sobre el tema fiscal afectaron la confianza de los consumidores en los últimos meses, situación que, de mantenerse, podría restar dinamismo al crecimiento económico, vía una menor expansión en el gasto de los hogares. Lo anterior podría ocurrir, en especial, en el último trimestre del año.

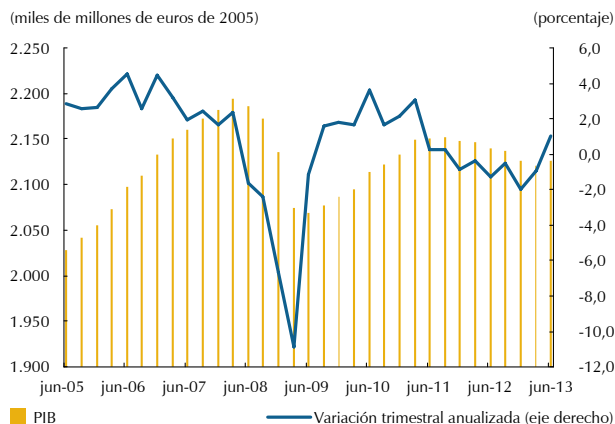
En cuanto a la recuperación del mercado de vivienda, las cifras más recientes evidencian que ésta continuó, tanto en precios como en cantidades; sin embargo, en los últimos meses se observó una desaceleración en algunos de los indicadores, como los inicios y permisos de vivienda. Esta situación coincidió con el incremento de las tasas de interés de mercado de largo plazo, tras los anuncios de la Fed sobre el posible desmonte gradual del programa de estímulo monetario. Por su parte, la tasa de desempleo continuó presentando una tendencia a la baja en los últimos meses; no obstante, la creación de empleo sigue en niveles relativamente bajos, por lo

que parte de la caída en el desempleo está explicada por la reducción en la tasa global de participación, mas no por el incremento del número de empleados.

Cabe anotar que en los primeros días de octubre el Congreso de los Estados Unidos no logró llegar a un acuerdo sobre el presupuesto para el año fiscal, por lo que se declaró un cierre administrativo que durante varias semanas afectó el funcionamiento de algunas dependencias gubernamentales, dentro de las cuales se encuentran las que generan estadísticas. Las discusiones sobre el presupuesto coincidieron con la negociación sobre el límite de endeudamiento. Finalmente, el 16 de octubre el Congreso llegó a un acuerdo que evitó una cesación de pagos de la economía por lo menos hasta el 7 de febrero de 2014 y permitió la reapertura del gobierno hasta el 15 de enero de 2014. En este lapso se deberán efectuar las negociaciones para acordar nuevos ajustes fiscales.

En relación con la zona del euro, con cifras para el segundo trimestre, el crecimiento económico de la región fue de 1,2% trimestral anualizado (t.a.), algo

Gráfico 3
PIB real de la zona del euro



Fuente: Datastream

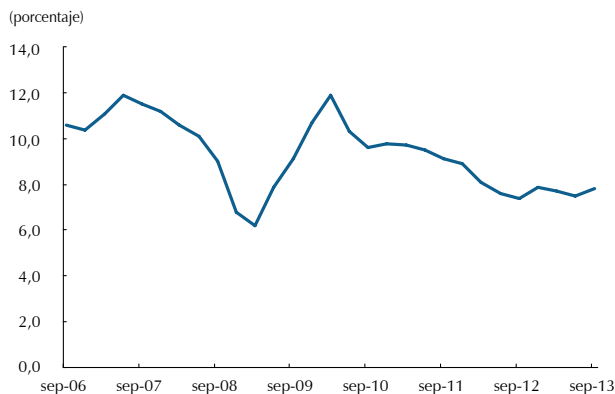
mejor a lo esperado en informes anteriores y que representa una interrupción en la caída del PIB, la cual completaba seis trimestres (Gráfico 3). La expansión positiva de la región es consecuencia de un mayor impulso de economías como Alemania y Francia, países que crecieron 2,8% t.a. y 2% t.a., respectivamente; al igual que por el menor deterioro de algunos países de la periferia, como España e Italia. Cabe destacar el comportamiento de Portugal, economía que pasó de contraerse 1,6% t.a. en el primer trimestre del año, a expandirse 4,5% t.a. en el segundo.

La información preliminar para el tercer trimestre muestra que la recuperación en la actividad económica estaría continuando. En este sentido, con datos a septiembre, en la zona del euro los índices de confianza

de empresarios y consumidores, junto con los indicadores de actividad en los sectores de manufacturas y servicios, siguieron mostrando un comportamiento alentador. De igual forma, con cifras a agosto, las ventas al por menor completaron varios meses creciendo en términos mensuales y desacelerando su caída anual. Por último, en Alemania la producción industrial se aceleró fuertemente en agosto, confirmando la expansión de la actividad manufacturera.

Pese a estos datos es importante destacar que la economía europea continúa débil y que todavía hay retos por resolver. La tasa de desempleo se mantiene en niveles elevados (principalmente en las economías de la periferia), el crédito sigue contrayéndose y la fragmentación financiera continúa afectando a las economías más vulnerables de la región. De igual forma, la debilidad del sector corporativo podría generar nuevos inconvenientes sobre la sostenibilidad del sistema financiero, como lo informa el Fondo Monetario Internacional (FMI) en sus más recientes reportes de perspectivas globales y de estabilidad financiera.

Gráfico 4
Variación anual del PIB real de China

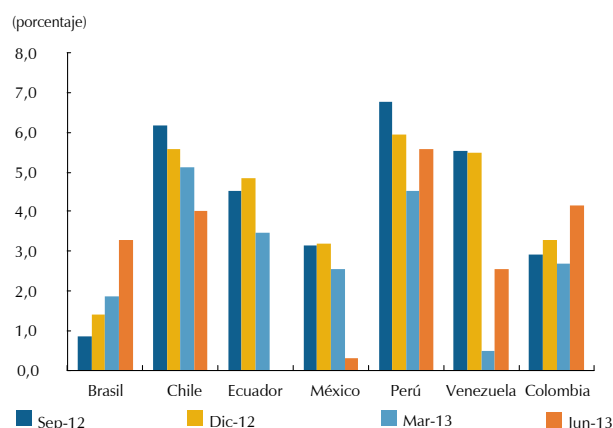


Fuente: Bloomberg

Por el lado de las economías emergentes, el crecimiento económico de China (Gráfico 4) se aceleró levemente durante el tercer trimestre del año, afín con lo esperado por el mercado. El mayor crecimiento se reflejó en una recuperación de la demanda interna y de la actividad industrial; de igual forma, durante este período el gobierno implementó algunas medidas de estímulo que contribuyeron al crecimiento de la inversión. El mayor dinamismo de China estaría favoreciendo a otras economías de la región.

Para el caso de América Latina (Gráfico 5), el comportamiento de la actividad económica fue mixto durante el segundo trimestre del año, situación que continuó en los últimos meses. Así las cosas, el crecimiento

Gráfico 5
Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina



Fuente: Datastream.

anual del PIB se aceleró en Brasil, Colombia, Perú y Venezuela entre abril y junio, comportamiento que se explica, en parte, por el mayor número de días hábiles con respecto a 2012, al igual que por el mayor impulso de la demanda externa de los países desarrollados. Es importante anotar la aceleración de la economía venezolana, por encima de lo previsto por los analistas y por el equipo técnico. Lo anterior motivó a revisar los pronósticos de crecimiento de dicho país frente a lo proyectado en el *Informe sobre Inflación* de junio.

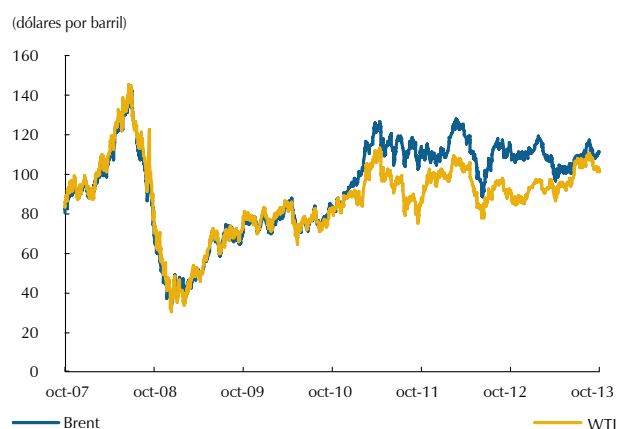
Por su parte, en Chile y México el crecimiento se desaceleró en este mismo período, pese a ello, en el primero el ritmo de expansión se mantuvo a un ritmo favorable. En el caso de México la fuerte desaceleración está asociada con una baja ejecución del gasto del

gobierno en un año poselectoral y por un bajo crecimiento de las exportaciones y del sector de la construcción.

Con información preliminar al tercer trimestre, el comportamiento de la actividad real continúa siendo heterogéneo. Así, mientras que en Perú los indicadores mensuales evidencian alguna aceleración, en Chile el crecimiento parece estabilizarse en el 4,5%, tasa inferior a su potencial. Por su parte, en Brasil la economía pareciera estar perdiendo dinamismo, mientras que en México, si bien las cifras de julio y agosto son más alentadoras que las del segundo trimestre, las fuertes inundaciones de septiembre tendrían algún efecto sobre el crecimiento de todo el trimestre. Cabe anotar que la mayor expansión de las economías desarrolladas contribuiría de manera favorable a revitalizar el comercio externo de la región.

2. Precios de productos básicos, inflación y política monetaria

Gráfico 6
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

En relación con los precios internacionales de los bienes básicos, el incremento en las tensiones geopolíticas aumentó las cotizaciones externas del petróleo durante el tercer trimestre y las ubicó por encima de lo estimado por el equipo técnico para el escenario central del *Informe sobre Inflación* de junio. Tras los incrementos de los últimos meses, el valor promedio del barril de petróleo para la cotización Brent se ubicó en US\$108, cifra superior a la proyectada: US\$105 (Gráfico 6).

Para el caso de otros bienes exportados por Colombia (Gráfico 7), como el carbón y el níquel, se interrumpieron las caídas observadas en meses anteriores. Con respecto al café, las cotizaciones externas continuaron cayendo, aunque a un menor ritmo. En lo corrido del

Gráfico 7
Índices de precios internacionales del carbón, níquel y café

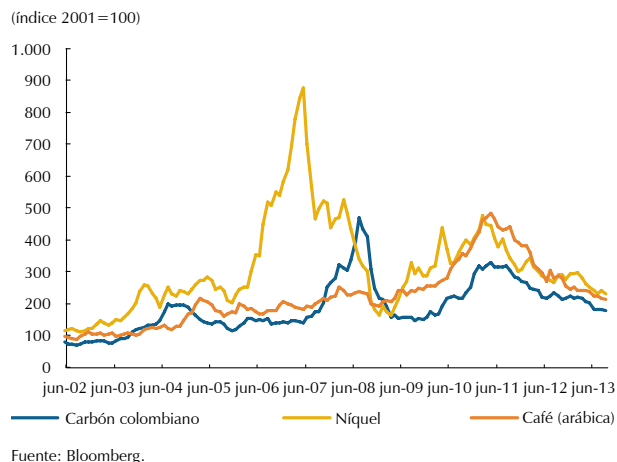
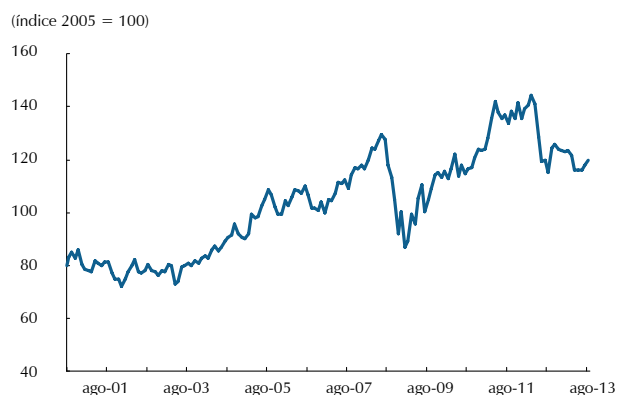


Gráfico 8
Índice de términos de intercambio de Colombia
(metodología comercio)



año las condiciones de oferta favorables, principalmente en Brasil, presionaron a la baja los precios. Por su parte, el incremento en la oferta de algunos granos y cereales generó caídas en sus precios internacionales en septiembre y octubre.

En un contexto donde los precios de los exportados dejaron de caer, e incluso aumentaron (como en el caso del petróleo), junto a una reducción de los importados, los términos de intercambio del país resultaron favorecidos frente al trimestre anterior. Sin embargo, su nivel promedio en lo corrido del año sigue siendo inferior a lo observado en 2012 (Gráfico 8).

Con respecto a la evolución de la inflación, la de las principales economías desarrolladas ha permanecido en niveles bajos y relativamente estables en los últimos meses, haciendo posible que la postura laxa de distintos bancos centrales continúe. No obstante, las medidas de estímulo monetario en Japón y la depreciación de su tasa de cambio nominal estarían contribuyendo al incremento en el nivel de sus precios, el cual completaba varios años en deflación.

Por su parte, en los Estados Unidos la Fed aún no ha empezado a desmontar su programa de estímulo monetario, el cual está condicionado a la evolución favorable de su economía, y en particular de su mercado laboral. De acuerdo con las más recientes minutas, dicho cambio en la postura monetaria podría comenzar a finales de 2013 o principios de 2014.

Sin embargo, dependerá del comportamiento de la actividad real en el tercer trimestre y de los efectos que tenga la incertidumbre fiscal sobre la producción y la confianza en los próximos meses. Otros bancos centrales de las economías desarrolladas, como los de la zona del euro e Inglaterra, mantuvieron sus tasas de intervención inalteradas, para soportar la dinamización de la actividad económica.

Por último, en cuanto a la inflación en las economías emergentes, el panorama es heterogéneo. En este sentido, se observan países como Brasil, India e Indonesia con inflaciones relativamente altas y en algunos casos superiores a las metas fijadas por sus bancos centrales. Por otra parte, se encuentran Chile, Colombia y Perú, con inflaciones bajas pero acelerándose, en parte por la depreciación de sus monedas ocurrida en los últimos meses. Otras economías asiáticas evidencian inflaciones bajas e incluso decrecientes (Taiwán y Corea).

Gráfico 9
Índices accionarios globales

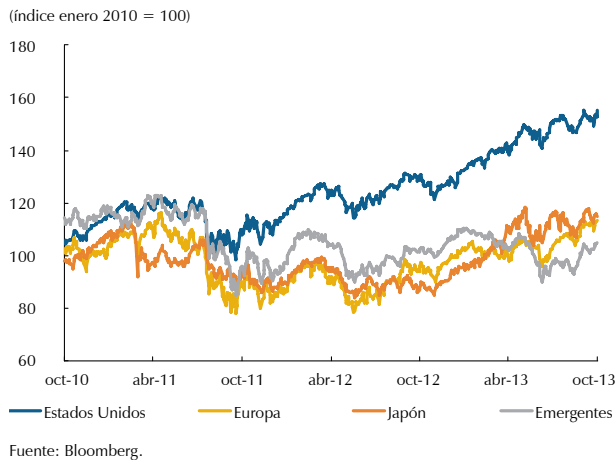


Gráfico 10
Índice de tasa de cambio nominal para algunas economías de América Latina

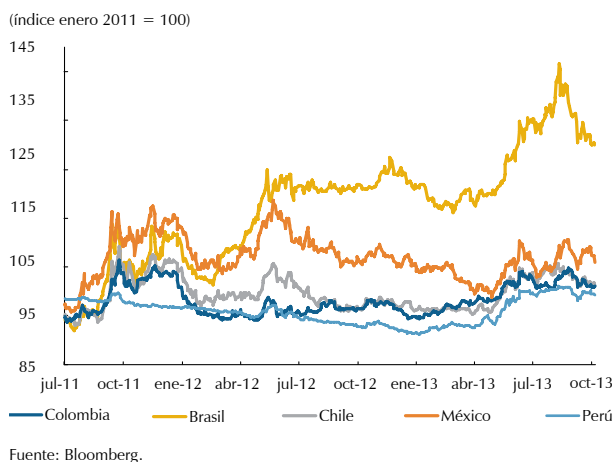
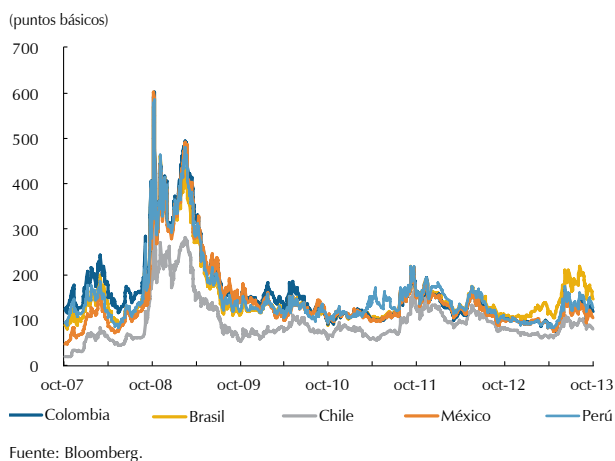


Gráfico 11
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



3. Mercados financieros

Durante el tercer trimestre el comportamiento de los mercados financieros estuvo condicionado de nuevo a las decisiones de política monetaria por parte de la Fed. En este contexto, las desvalorizaciones de activos que se observaron entre mayo y junio, tras los anuncios de un posible desmonte del programa de estímulo, se corrigieron de manera parcial en septiembre. Aunque los mercados esperaban que el menor estímulo comenzara en dicho mes, esto no sucedió, además la Fed dejó claro que cualquier acción estaría condicionada a la evolución de la economía estadounidense (Gráfico 9).

De acuerdo con las más recientes minutas, el cambio en la postura monetaria (hacia una de menor estímulo) podría comenzar a finales de 2013 o principios de 2014. Todo dependerá del comportamiento de la actividad real, la reacción de los mercados financieros al inicio del desmonte del programa de estímulo monetario y de los efectos que tenga la incertidumbre fiscal sobre la producción y la confianza en los próximos meses.

En este entorno, las monedas de algunas economías emergentes corrigieron en alguna medida las fuertes depreciaciones de mayo y junio. De igual forma, las primas de riesgo en algunas economías se redujeron en los últimos meses. En particular, el comportamiento de las monedas y la percepción de riesgo en América Latina tendieron a la baja en los últimos meses (gráficos 10 y 11).

Finalmente, durante las últimas semanas de septiembre y las primeras de octubre la incertidumbre sobre el manejo fiscal en los Estados Unidos afectó de manera negativa los mercados financieros globales, ante el temor de un mayor efecto contractivo de la política fiscal en 2014 o de una cesación de pagos casi improbable. Esta incertidumbre se tradujo en algunas desvalorizaciones en los mercados financieros, incrementos en las tasas de largo plazo y mayor volatilidad. En la medida en que las decisiones sobre el tema fiscal se fueron tomando, los mercados corrigieron su comportamiento.

El escenario central supone que el desmonte del programa de estímulo monetario se posterga hasta el primer semestre de 2014.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

En términos generales, la actividad global ha evolucionado de acuerdo con lo esperado en el escenario central del *Informe sobre Inflación* de junio, pese a que los eventos recientes en los Estados Unidos y en algunas economías emergentes acrecentaron los riesgos a la baja para 2014. Así las cosas, en esta oportunidad la senda central de pronóstico (Cuadro 1) para las variables internacionales sufrió pocas modificaciones, aunque el escenario bajo se hizo más pesimista.

Para este informe, el escenario central externo en el caso de los Estados Unidos supone alguna desaceleración de su crecimiento en el cuarto trimestre de 2013. Sin embargo, para 2014 se sigue esperando una aceleración del PIB, similar a la contemplada en el informe de junio y que se fundamenta en un mejor desempeño de la demanda interna, en un menor efecto del ajuste fiscal frente a 2013 y en una mayor contribución de la demanda externa.

El escenario central supone que el desmonte del programa de estímulo monetario se posterga hasta el primer semestre de 2014 y que el cambio de postura no tiene efectos negativos sobre el crecimiento y no genera mayores interrupciones en los mercados financieros globales. Así mismo, este escenario se construyó suponiendo

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

a/ Pronósticos del FMI a junio de 2013.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

El escenario central supone que el Congreso de los Estados Unidos adopta una decisión que evita la cesación de pagos a comienzos de 2014.

que el Congreso de los Estados Unidos adopta una decisión de largo plazo que evita una cesación de pagos a comienzos de año y previene la activación del programa de recortes automáticos del gasto (o *sequestration*) en 2014. Pese a lo anterior, los pronósticos tienen en cuenta la mayor incertidumbre que ha surgido durante las últimas semanas, lo que tendría un efecto negativo sobre la confianza de consumidores e inversionistas en lo que resta del presente año.

Con respecto a la zona del euro, se considera que la región continuará recuperándose a un ritmo modesto en lo que resta del año y durante 2014, aunque para todo 2013 esto sigue implicando un crecimiento anual negativo. En el escenario central se espera que sigan presentándose avances en los temas de integración financiera y que este hecho junto con un mejor desempeño económico contribuyan a relajar las tensiones financieras. Para el caso de otros socios principales de Colombia, el crecimiento para todo 2013 se redujo un poco frente a lo proyectado hace tres meses. Para 2014 se espera alguna aceleración, aunque en la mayoría de casos la tasa de expansión sería inferior a la observada en promedio en 2010-2012.

Al igual que en trimestres anteriores, el pronóstico central continúa enfrentando riesgos a la baja, principalmente, los cuales se plasman en un escenario bajista. En este caso, se considera que la incertidumbre sobre los acuerdos fiscales en los Estados Unidos repercute de manera negativa sobre la confianza de los consumidores y de los mercados financieros, afectando el crecimiento del PIB estadounidense y de otros países, tanto en lo que resta de 2013 como en 2014. El escenario bajo también supone que su Congreso no llega a un acuerdo sobre el presupuesto para el siguiente año fiscal. De esta forma, desde comienzos de 2014 se activarían nuevos recortes automáticos en el gasto público que serían superiores a los observados en 2013. Lo anterior no se tenía contemplado totalmente en los escenarios de pronóstico presentados en los informes anteriores.

Tal escenario también supone que los mercados financieros reaccionan de una manera poco favorable ante el desmonte del programa de estímulo monetario que adelantaría la Fed en la primera mitad de 2014. En este caso, las tasas de interés en los Estados Unidos aumentarían más de lo previsto en el escenario central y afectarían la recuperación de la economía, y en particular la del mercado de vivienda.

El sector financiero en Europa sigue siendo altamente vulnerable a los problemas de crecimiento que pueda enfrentar el sector corporativo.

El menor crecimiento estadounidense estimado en el escenario bajo repercutiría en la zona del euro, haciendo que la lenta recuperación observada recientemente se interrumpa, debido a que dicha región continúa siendo altamente vulnerable a choques externos. A su vez, el menor crecimiento en Europa complicaría la sostenibilidad fiscal y financiera de algunos países, especialmente los de la periferia. Como lo resalta el FMI, el sector financiero sigue siendo altamente vulnerable a los problemas de crecimiento que puede enfrentar el sector corporativo en esa región. Este último ha aumentado su tasa de morosidad de manera importante en los últimos meses y podría presentar problemas de liquidez en caso de que la economía no retome un ritmo de expansión aceptable.

Por el lado de las economías emergentes, el escenario bajo contempla una mayor desaceleración del crecimiento económico, que en algunos casos estaría relacionada con una mayor inestabilidad financiera. Esto sería más probable en el caso de aquellos países más dependientes de los flujos de capitales externos de corto plazo y que acumularon desbalances macroeconómicos más altos en los últimos años, como Turquía, India, Indonesia y Brasil (Recuadro 1).

En relación con los precios internacionales del petróleo (Cuadro 2), el incremento observado en las cotizaciones durante el tercer trimestre del año condujo a un aumento de las proyecciones para lo que resta de este año y el próximo. Así, en el escenario central de este informe se prevé un precio promedio para la referencia Brent de US\$108 por barril para 2013 y de US\$102 para 2014. En el escenario bajo el precio internacional estaría en US\$106 y US\$90 por barril, respectivamente. Para el caso de los precios del carbón, los pronósticos cambiaron poco frente al informe anterior. Se sigue esperando un descenso para 2014, el cual sería un poco mayor que el que se pronostica para 2013 en promedio. Finalmente, para el caso del café, las cotizaciones estimadas se redujeron levemente frente al informe de junio, dada su tendencia decreciente de los últimos meses. Aun así, para 2014 no se esperan nuevas caídas.

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

Principales productos	2012	Proyecciones para 2013			Proyecciones para 2014		
		Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock; dólares por libra)	2,0	1,45	1,50	1,55	1,30	1,60	2,00
Petróleo Brent (dólares por barril)	112	106	108	110	90	102	110
Carbón (dólares por tonelada)	92,8	86	88	90	75	85	95
Níquel Bolsa de Londres (dólares por tonelada)	17.591	14.000	15.000	16.000	14.000	16.600	19.600
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.670	1.450	1.420	1.400	1.400	1.300	1.200

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

B. BALANZA DE PAGOS

En el segundo trimestre de 2013 la balanza de pagos del país registró un déficit en cuenta corriente de 3,0% del PIB (US\$2.716 m), inferior al observado en el mismo período del año anterior (3,9% del PIB, US\$3.511 m). El menor déficit estuvo asociado principalmente con un mayor superávit en el comercio de bienes, producto de una reducción de las importaciones (-2% anual), y la disminución del déficit tanto en el balance de servicios no factoriales como en la renta neta de factores. Esto último, relacionado con una menor remisión de utilidades y dividendos por parte de las empresas de capital extranjero, en especial las del sector minero (carbón), debido a los menores precios internacionales.

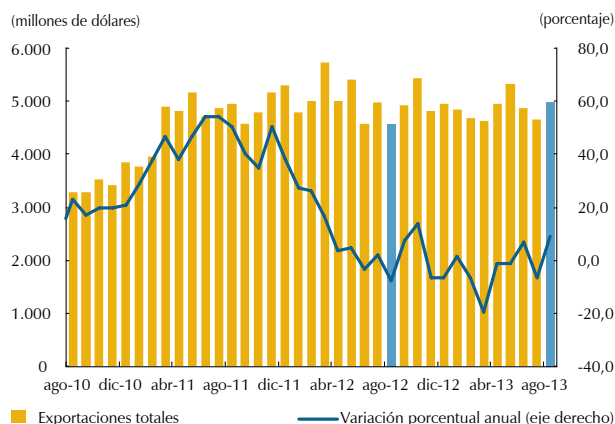
En términos del financiamiento de la cuenta corriente, el déficit en el segundo trimestre estuvo soportado por recursos de financiación externa en niveles similares a los observados durante el mismo período del año anterior, lo que implicó un superávit de US\$4.455 m (5,0% del PIB) de la cuenta de capital y financiera, frente a US\$4.600 m observado un año atrás (5,1% del PIB). La principal fuente de estos recursos continúa siendo la inversión extranjera directa (IED), la cual registró un crecimiento de 8% anual, alcanzando un valor de US\$4.576 m en el segundo trimestre de 2013. A esto se sumaron ingresos netos de endeudamiento externo de largo plazo (US\$1.959 m) y de inversión de portafolio de corto plazo

mayores que lo observado en el mismo período del año anterior. Ello fue compensado por un aumento en la inversión neta de los colombianos en el exterior, que registró egresos por US\$1.051 m en el segundo trimestre de 2013, y egresos netos asociados con inversiones de portafolio de corto plazo y endeudamiento externo. Adicionalmente, las cifras de la balanza de pagos muestran que durante el período mencionado la variación en el saldo de las reservas internacionales brutas fue de US\$2.058 m.

Para el acumulado del primer semestre de 2013 la balanza de pagos del país registró un déficit en cuenta corriente de 3,3% del PIB (US\$5.889 m), superior al del mismo período del año anterior (2,9% del PIB, US\$5.205 m).

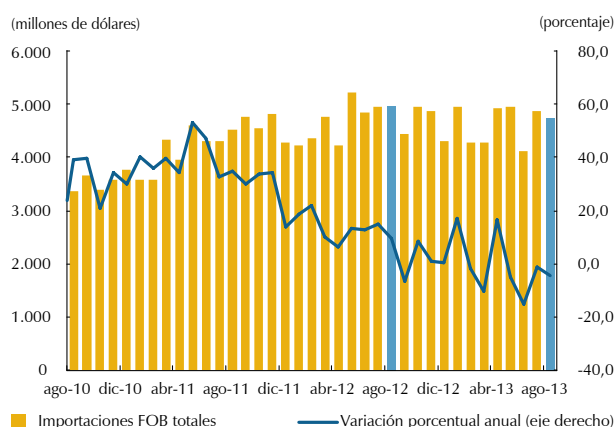
La información disponible de comercio externo de bienes para el tercer trimestre de 2013 indica una recuperación en el balance comercial para el bimestre de julio y agosto con relación a lo observado en el mismo período del año anterior. En efecto, en estos meses las exportaciones totales en dólares crecieron en promedio 0,9% con respecto al mismo período del año anterior (Gráfico 12), mientras que las importaciones FOB (*free on board*)¹ disminuyeron en términos anuales 3,0% (Gráfico 13). A pesar de dicho resultado, persiste para el acumulado del año un menor superávit comercial observado, dado los choques de oferta registrados en especial durante el primer trimestre del año.

Gráfico 12
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE.

Gráfico 13
Importaciones FOB totales
(mensual)



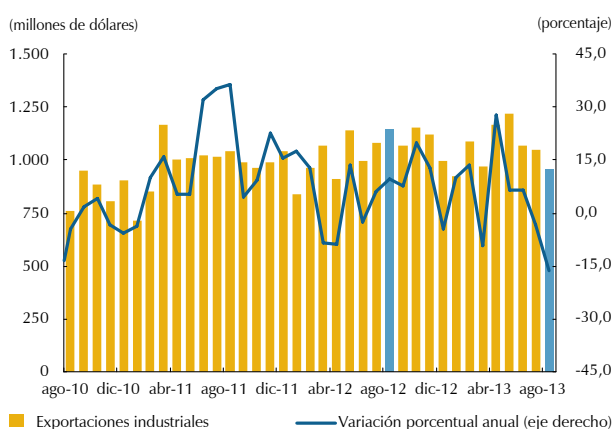
Fuente: DANE.

1 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF (*cost, insurance and freight*) las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de US\$5.043 m durante julio y agosto de 2013, con una disminución de 3,3% anual.

Las exportaciones del bimestre julio-agosto reflejan principalmente el crecimiento de las ventas externas de bienes de origen minero, las cuales aumentaron en promedio 5,1% anual con respecto al mismo período del año anterior. Este resultado estuvo impulsado por el buen comportamiento de las exportaciones de petróleo crudo, que crecieron 22,5% en promedio para dicho período, producto tanto de mejores precios internacionales como de mayores cantidades promedio exportadas. Aquello fue compensado de manera parcial por los resultados negativos para carbón, ferroníquel y oro (-6,4%, -16,9% y -55,4% anual, respectivamente). Las exportaciones de origen agrícola (café, banano y flores) mostraron una disminución de 4,9% (en promedio anual para el bimestre), asociado con una reducción

en las ventas externas de los tres productos, a pesar de un aumento importante en el volumen exportado de café (32% anual).

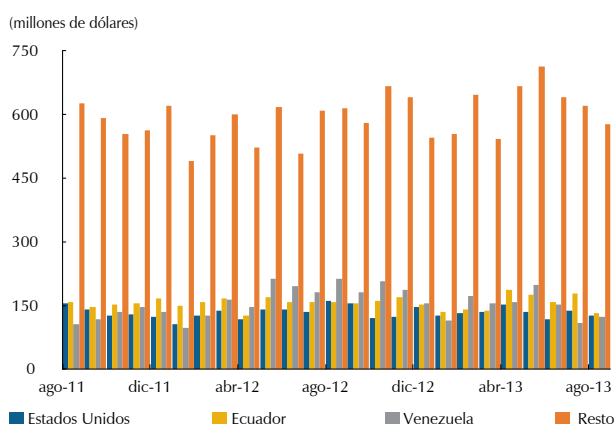
Gráfico 14
Exportaciones industriales y otros^{a/}



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

Las exportaciones industriales² (cuya participación en el total exportado en el período en mención fue 20,8%) disminuyeron entre julio y agosto, en promedio, 10%, frente al mismo bimestre de 2012 (Gráfico 14). Lo anterior refleja una disminución generalizada hacia los principales destinos de estas exportaciones, registrando reducciones anuales promedio para el bimestre de 9,4%, 40,5% y 1,8% hacia los Estados Unidos, Venezuela y Ecuador, respectivamente. Las ventas de los productos industriales a otros destinos también cayeron 2,2% anual, debido a la reversión en los resultados de las ventas externas de automóviles y, en menor medida, de productos químicos (Gráfico 15).

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



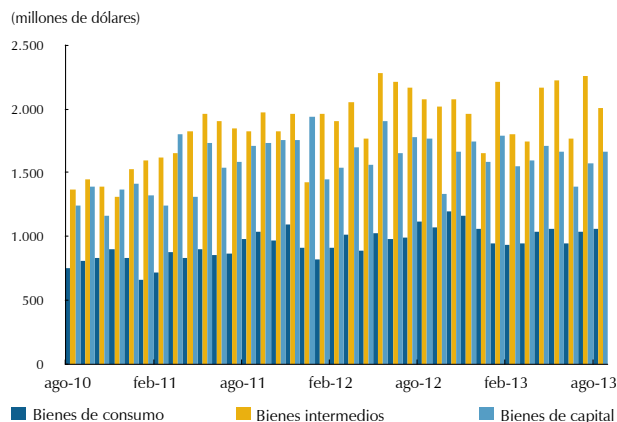
a/ No considera café, derivados del petróleo, ferroníquel ni oro.
Fuente: DANE.

Las importaciones FOB en dólares cayeron durante el bimestre julio-agosto, con una reducción promedio de 3% anual. Sobresale, en especial, la disminución en las compras de bienes de capital, que registraron una caída promedio de 8,6% anual, en parte, debido a las menores compras de equipo de transporte en ese período. Cabe señalar que, a pesar de que las importaciones de este último tipo de bienes han registrado tasas de crecimiento negativas en 2012 y lo corrido del 2013, estas se mantienen en niveles significativamente más altos que los observados en 2010 y en años anteriores.

Por su parte, las compras de bienes intermedios disminuyeron 0,6% anual, asociadas con menores im-

2 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni sus derivados, como tampoco carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores. Las exportaciones industriales representan el 95% de este grupo, ya que se incluyen otros bienes mineros y agrícolas.

Gráfico 16
Importaciones por tipo de bienes (FOB)



Fuente: DANE.

portaciones de materias primas y bienes intermedios para la agricultura y la industria (2,4% y 2,1% en promedio anual, respectivamente) y compensadas parcialmente por un aumento promedio de las compras externas de combustibles. Por el contrario, las importaciones de bienes de consumo crecieron a una tasa de 0,5% anual en el bimestre, donde las de bienes durables fueron las de mayor aumento (Gráfico 16). Con relación a las transferencias corrientes, en lo corrido del año hasta agosto los ingresos por remesas de trabajadores continúan creciendo a un ritmo moderado de 2,7% anual con respecto al mismo período del año anterior.

Por su parte, la información disponible de la balanza cambiaria³, en lo acumulado a septiembre de 2013, sigue mostrando un crecimiento en las entradas de capital privado frente a lo observado un año atrás, aunque durante los últimos meses exhibieron un menor ritmo de aumento. Dichas entradas han sido impulsadas principalmente por los mayores flujos netos de inversión financiera o de portafolio, ya que los flujos de IED se mantienen en niveles similares a los de 2012. Además, entre enero y septiembre las reservas internacionales netas aumentaron US\$5.594 m, alcanzando un saldo de US\$43.061 m al 30 de septiembre.

De acuerdo con la información anterior y los intervalos de pronóstico realizados para las principales variables externas e internas (presentadas a lo largo de este informe), la proyección de la balanza de pagos estima una moderada ampliación del déficit en cuenta corriente en 2013. De esta manera, se proyecta un déficit en cuenta corriente para todo el año en un rango entre 3,3% y 3,5% del PIB. Este resultado sería consistente con un crecimiento de las exportaciones totales en dólares entre -4,2% y -0,6% anual, producto de un contexto de menor aumento de la demanda externa frente al año anterior, de una reducción en los precios de los principales productos de exportación y de problemas internos de oferta de algunos productos exportables. Por su parte, se espera que las importaciones se mantengan en niveles similares a los observados en 2012, con un rango proyectado de crecimiento entre -0,6% y 2,5%, asociado con el comportamiento esperado para la demanda interna.

Las estimaciones de comercio internacional en 2013 estarían acompañadas por menores egresos netos por renta de los factores, como resultado de una reducción del valor de las exportaciones estimadas de productos mineros, principal fuente de remisión de utilidades y dividendos. Por otra parte, los ingresos netos por transferencias se proyectan en niveles similares a los del año anterior, consistentes con

La proyección de la balanza de pagos estima una moderada ampliación del déficit en cuenta corriente para 2013, en relación con lo observado el año anterior.

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

Se estima que en 2013 la IED seguirá siendo la principal fuente de financiación externa, con niveles ligeramente superiores a los observados en 2012.

una moderada recuperación de las remesas de trabajadores, de acuerdo con lo registrado en lo corrido del año, lo que estaría compensado por un leve crecimiento de egresos por otras transferencias.

En cuanto a la cuenta de capital y financiera, se estima que en 2013 la IED seguirá siendo la principal fuente de financiación externa, con niveles similares o ligeramente superiores a los observados en 2012. Lo anterior resultaría consistente con un buen comportamiento en la dinámica de otros sectores diferentes al minero-energético, que han impulsado en la primera mitad del año el crecimiento de estos ingresos. Por su parte, las salidas de capital por inversión colombiana en el exterior (ICE) se estiman mayores a las registradas un año atrás, dados los anuncios que se han hecho principalmente para el sector de establecimientos financieros y de alimentos, lo que implica menores recursos netos por IED. Asimismo, para 2013 la proyección considera un financiamiento externo por parte del sector público superior al observado en 2012, correspondiente en mayor medida a operaciones de endeudamiento externo del gobierno nacional central (GNC) y Ecopetrol (Cuadro 3). Cabe indicar que para el GNC parte de las colocaciones de deuda externa realizadas durante el tercer trimestre corresponden a recursos de prefinanciación del presupuesto del siguiente año.

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

	(millones de dólares)				(porcentaje del PIB) ^{d/}			
	2010	2011 (p)	2012 (pr)	2013 (proy)	2010	2011 (p)	2012 (pr)	2013 (proy)
I. Cuenta corriente	(8.919)	(9.839)	(12.173)	(12.779)	(3,1)	(2,9)	(3,3)	(3,4)
A. Bienes y servicios no factoriales ^{a/}	(1.343)	1.367	(685)	(2.531)	(0,5)	0,4	(0,2)	(0,7)
B. Renta de los factores	(12.024)	(16.040)	(15.967)	(14.589)	(4,2)	(4,8)	(4,3)	(3,9)
C. Transferencias	4.448	4.834	4.479	4.341	1,5	1,4	1,2	1,2
II. Cuenta de capital y financiera	11.770	13.309	17.295	20.027	4,1	4,0	4,7	5,3
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{b/}	6.981	10.470	14.640	10.092	2,4	3,1	4,0	2,7
B. Sector público	4.789	2.839	2.655	9.936	1,7	0,8	0,7	2,6
III. Errores y omisiones	285	274	301	259	0,1	0,1	0,1	0,1
IV. Variación de las reservas internacionales brutas ^{c/}	3.136	3.744	5.423	7.508	1,1	1,1	1,5	2,0

(p): provisional.

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

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

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

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

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

Fuente: Banco de la República.

Es importante señalar que el ejercicio de proyección de la balanza de pagos refleja una variación de las reservas internacionales brutas consistente con los anuncios de intervención realizados por el Banco de la República⁴ y los rendimientos financieros asociados con estas.

Finalmente, para 2014 el déficit en cuenta corriente podría ubicarse entre 3,1% y 3,6% del PIB, el cual seguiría siendo financiado en especial por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

4 Considera las compras de divisas de hasta US\$1.000 m entre octubre y diciembre de 2013.

Recuadro 1

VULNERABILIDAD DE ALGUNAS ECONOMÍAS EMERGENTES ANTE UNA MENOR LIQUIDEZ GLOBAL

Óscar Iván Ávila Montealegre
Juliana Ávila Vélez
Santiago Espinosa Meléndez
Natalia Solano Rojas*

Tras la crisis financiera de 2007-2008 los bancos centrales de las principales economías desarrolladas implementaron distintas acciones de política con el fin de estimular la actividad real interna. En particular, las autoridades monetarias de los Estados Unidos, el Reino Unido y de la zona del euro disminuyeron sus tasas de interés de intervención a mínimos históricos y expandieron ampliamente sus hojas de balance.

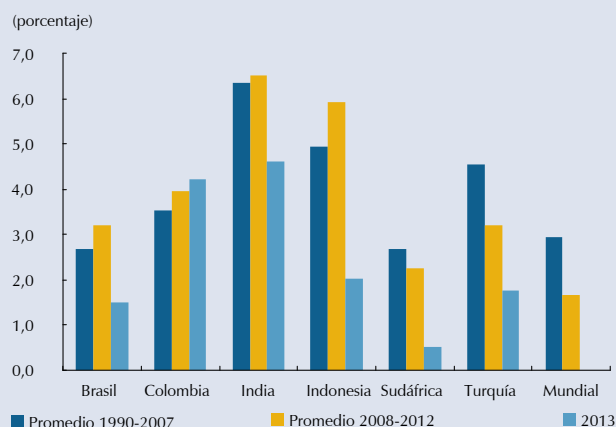
En el caso de los Estados Unidos, desde finales de 2008 la Reserva Federal (Fed) realizó tres rondas de relajamiento cuantitativo (*quantitative easing*), que implicaron un incremento en la liquidez global. Las bajas tasas de interés internacionales, junto con el aumento en la cantidad de circulante, redujeron los costos de financiamiento externo para un amplio grupo de economías emergentes. De igual forma, el incremento de los flujos de capital, en particular de los de portafolio, impulsó los precios de los activos financieros en estos países.

La posibilidad de comenzar a desmontar el programa actual de estímulo monetario, anunciada por la Fed desde finales de mayo de este año, ha prendido las alarmas sobre algunas economías que se vieron favorecidas por la amplia liquidez global y que aumentaron su exposición a los flujos de corto plazo en los últimos años. Por esta razón, es importante identificar las posibles fortalezas y debilidades que tienen estos países para enfrentar esta eventual situación. Con este propósito, a continuación se analizan brevemente algunas variables macroeconómicas para India, Indonesia, Sudáfrica, Turquía y Brasil, para compararlas en alguna medida con la economía colombiana.

En primer lugar, en las últimas décadas el crecimiento del producto interno bruto (PIB) real para este grupo de países ha sido superior al de las economías avanzadas y al del promedio mundial (Gráfico R1.1). Dicha situación ha sido favorecida en los últimos años por la mayor liquidez global que les ha permitido a estos países acceder a más recursos a un costo menor, apalancando así la expansión de su demanda interna en momentos cuando la demanda externa se ha debilitado.

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

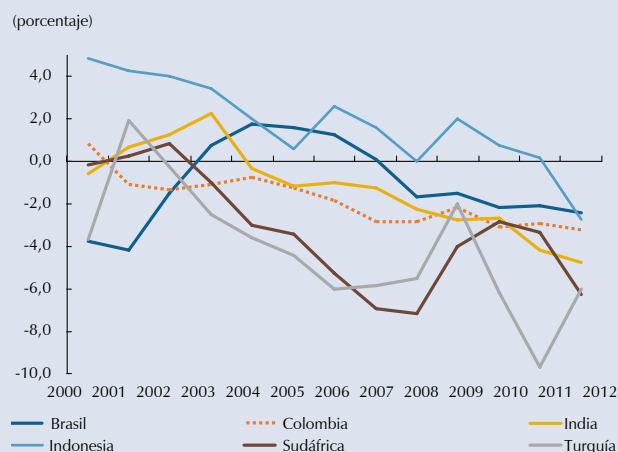
Gráfico R1.1
Crecimiento del PIB real



Fuente: Bloomberg.

Entre 2008 y 2011 se observó un aumento en el déficit en la cuenta corriente de estos países así como de su endeudamiento interno y externo (Gráfico R1.2). Si bien algunos ya presentaban desequilibrios externos, estos se acentuaron en los últimos años. El rápido incremento del crédito permitió la expansión de la demanda interna, la cual favoreció el crecimiento del PIB, en un entorno donde la demanda externa permanecía débil, en especial la proveniente de los países de la zona del euro. Adicionalmente, tras la crisis financiera y la desaceleración de las economías desarrolladas, aumentó el financiamiento de las compras externas de estos países con flujos de capital de corto plazo.

Gráfico R1.2
Déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB



Fuente: FMI.

De igual forma, es importante anotar que algunas de estas economías tienen niveles de endeudamiento externo relativamente altos, como Turquía, cuya cifra ascendió al 40% del PIB en 2011 (según información del Banco Mundial). Por su parte, en Indonesia y Sudáfrica dichos niveles son de 25% y 28%, respectivamente, mientras que en Brasil e India evidencian mejores indicadores, con cifras por debajo del 20%. Para el caso de Colombia esta cifra es del 23%.

Precisamente, una de las principales preocupaciones en cuanto a la estabilidad económica de dichos países y su dependencia a las condiciones de liquidez externas, proviene del hecho de que los flujos de portafolio como proporción del PIB se han venido incrementando. Estos recursos pueden resultar más sensibles a la incertidumbre global y podrían sobre-reaccionar de manera más fácil a los cambios en las condiciones de financiamiento externo derivados del desmonte gradual de los programas de estímulo monetario de las economías avanzadas (Gráfico R1.3). Por un lado, podría presentarse un mayor riesgo de refinanciación asociado con las inversiones de portafolio de corto plazo, así como un mayor costo, debido a un aumento en las tasas de interés externas y unas mayores primas de riesgo para estos países.

Asimismo, existen ciertas limitaciones por parte de las autoridades de estos países para implementar acciones de estímulo que contrarresten los efectos de la menor liquidez internacional. En el caso de la política monetaria, la inflación en varias de estas economías se encuentra por encima de las metas fijadas por sus bancos centrales (Gráfico R1.4). Al tiempo que para la política fiscal, el incremento en los déficits públicos, experimentado en los últimos años, reduce el espacio para implementar medidas expansionistas. En cuanto al comportamiento de las reservas internacionales, este no ha sido homogéneo. Mientras en India y Sudáfrica estas han caído en los últimos años como porcentaje del PIB, en Turquía aumentaron y en Indonesia y Brasil han mostrado una

Gráfico R1.3
Descomposición de la cuenta de capitales

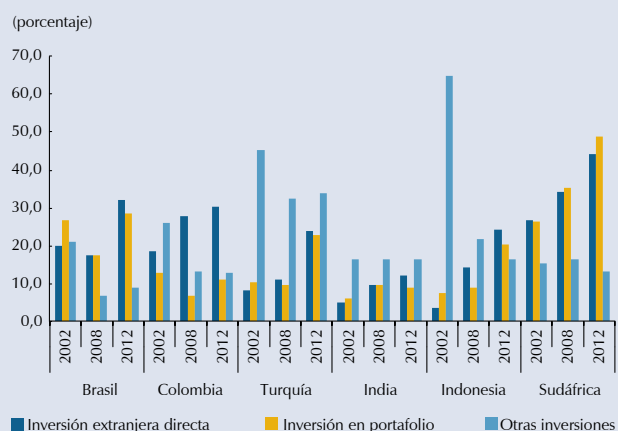
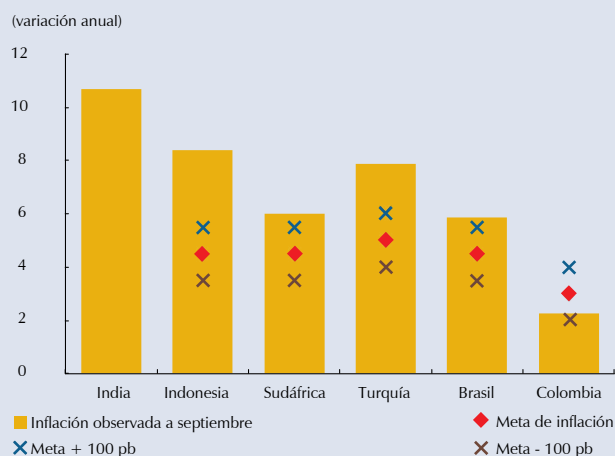


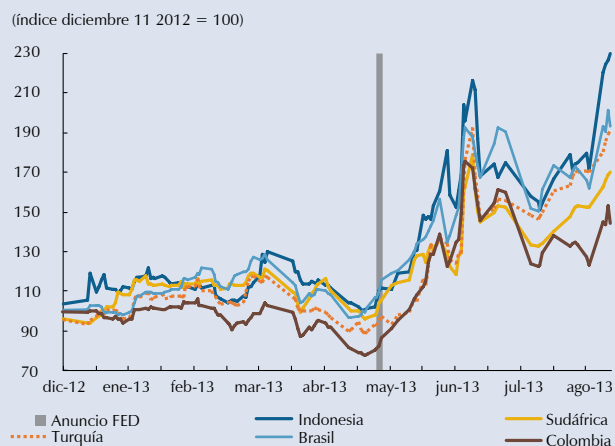
Gráfico R1.4
Variación porcentual de los índices de precios al consumidor vs. metas de inflación



mayor estabilidad. A pesar de la acumulación de reservas, para el caso de Turquía se observa que el endeudamiento de corto plazo como porcentaje de las reservas internacionales ha aumentado de manera considerable en los últimos años. Según cifras del Banco Mundial, en 2011 dicho indicador fue cercano al 100%, y aunque en India también ha incrementado, su nivel es relativamente bajo. Por su parte, en Brasil y Sudáfrica disminuyó.

En lo que respecta a la percepción de riesgo, los *credit default swaps* (CDS) y los *emerging market bond index* (EMBI) de estos países aumentaron luego de los anuncios de la Fed sobre el posible desmonte de los programas de estímulo monetario (Gráfico R1.5). Asimismo, sus monedas se devaluaron fuertemente frente al dólar estadounidense (Gráfico R1.6), en especial en Sudáfrica e India, y los índices accionarios se desvalorizaron.

Gráfico R1.5
Credit default swaps a 5 Años



(índice 31 de diciembre de 2012 = 100)



Así, en el corrido de 2013 el crecimiento económico se ha desacelerado debido al menor dinamismo de la demanda interna, que ahora está siendo menos sostenida por el endeudamiento de los hogares y enfrenta un menor estímulo de las políticas monetaria y fiscal internas. Es importante notar que las depreciaciones cambiarias generan mayores presiones sobre la inflación y pueden incrementar el valor de la deuda externa en moneda local, situación que dificulta aún más la posibilidad de implementar políticas de estímulo. En particular, en los últimos meses, algunos bancos centrales de estos países han subido sus tasas de intervención con el objetivo de controlar el alza en el nivel de precios.

Por otra parte, es importante resaltar el caso de Brasil, economía que ya presentaba una fuerte desaceleración en su tasa de crecimiento desde 2012 y que enfrenta algunos problemas estructurales que limitan su expansión, como el déficit en infraestructura y la falta de reformas que incrementen la competencia y productividad en algunos sectores estratégicos. De igual forma, sus restricciones de oferta han generado presiones inflacionarias que han sido difíciles de contener en los últimos trimestres. Este contexto poco favorable de la economía brasileña estaría afectando las entradas de inversión extranjera directa (IED), que hasta hace poco habían contribuido de manera importante a su crecimiento.

en las otras economías analizadas¹. Asimismo, en Colombia el financiamiento se ha dado en su mayoría por IED.

En términos de política económica, las autoridades fiscales y monetarias colombianas cuentan con un mayor espacio para implementar medidas de estímulo en caso de presentarse un choque de liquidez global desfavorable. En este sentido, la inflación se encuentra por debajo de la meta del 3% y los desbalances fiscales son inferiores a los observados en las otras economías (Gráficos R1.7 y R1.8). Además, aunque el endeudamiento se incrementó en los últimos años, su crecimiento empezó a moderarse desde mediados de 2012 y recientemente esta tendencia se ha mantenido, por lo que la deuda como porcentaje del PIB se ha estabilizado. Pese a lo anterior, los precios de los activos han crecido sostenidamente, en particular los de la vivienda.

(porcentaje)



(porcentaje)



1 En el año 2012 el déficit como porcentaje del PIB fue de 4,8% para India, 6,3% para Sudáfrica y 6,1% para Turquía.

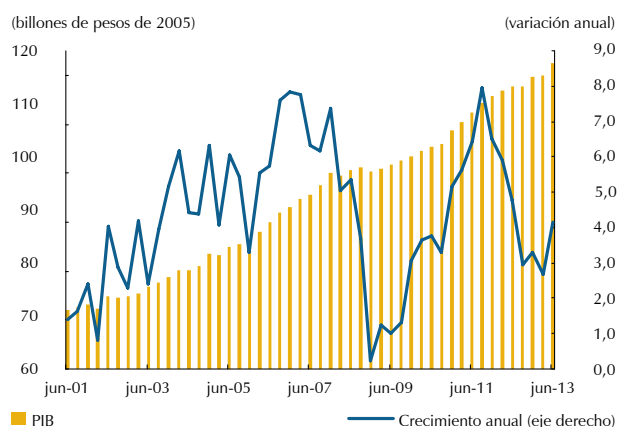
II. CRECIMIENTO INTERNO: SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

En el segundo trimestre de 2013 la economía colombiana se expandió 4,2% en términos anuales, cifra que se situó por encima del dato del primer trimestre y del rango de pronóstico presentado en el anterior Informe sobre Inflación. La aceleración se explica, en parte, por la presencia de un mayor número de días hábiles frente a un año atrás.

Se destaca el dinamismo del consumo tanto privado como público. Por ramas de actividad, la construcción y la agricultura fueron los sectores que registraron los mayores crecimientos.

Para el tercer trimestre de 2013 se espera que la economía colombiana se expanda a una tasa mayor que la observada en la primera mitad del año.

Gráfico 17
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A. EL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2013

Durante el segundo trimestre de 2013 la actividad económica se expandió a una tasa anual de 4,2% (Gráfico 17), según lo reportado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). En términos trimestrales, este comportamiento significó una variación de 2,2% frente al nivel de PIB del primer trimestre. La cifra actual se ubicó por encima del rango de crecimiento publicado en el anterior *Informe sobre Inflación*.

Como se mencionó en versiones anteriores de este informe, esta importante aceleración ocurrió, en parte, por la presencia de un mayor número de días hábiles frente al mismo período de 2012. Un ejercicio realizado por el

La demanda interna se aceleró en el segundo trimestre, creciendo 4,1% anual.

equipo técnico del Banco de la República sugiere que, al descontar por días hábiles, el crecimiento del segundo trimestre habría sido de alrededor de 3,6%, mientras que el del primero habría sido de 3,1%. Según estos cálculos, la economía colombiana se habría expandido 3,3% durante el primer semestre del año, cifra que no dista significativamente del 3,4% oficial publicado por el DANE. Adicionalmente, el ejercicio muestra una expansión entre trimestres.

Adicionalmente, las expansiones de los anteriores tres trimestres y la del PIB de todo 2012 fueron revisadas al alza, este último pasó de 4,0% a 4,2%. Este ajuste se realizó en el rubro de construcción de obras civiles, principalmente, dada la mayor cantidad de información disponible por parte de los ejecutores de los proyectos de infraestructura.

De acuerdo con el DANE, en el segundo trimestre la demanda interna creció 4,1% en términos anuales (frente al 3,5% observado durante el primer trimestre), impulsada por un consumo interno que mostró una buena dinámica durante ese período, al expandirse a tasas mayores que su promedio histórico. Por su parte, la inversión exhibió un crecimiento menor que el de enero a marzo, en parte, debido a la alta base de comparación que se registró en el segundo trimestre de 2012. A pesar de ello, su variación entre trimestres fue significativa.

Al desagregar el consumo interno en sus componentes, se observó un buen comportamiento tanto del consumo final del gobierno nacional como de aquel realizado por los hogares. El primer agregado se expandió a una tasa de 5,0% anual, por encima del 4,2% del primer trimestre. Para el caso del consumo de las familias, se registró una variación anual de 4,4% (mayor que el 3,5% del trimestre enero-marzo), resultado de aceleraciones en las tasas de crecimiento de todos los rubros que lo componen (Cuadro 4). A este nivel, se registraron las mayores contribuciones para los casos de consumo de servicios y de bienes no durables, renglones con una importante participación dentro del gasto de las familias. Se resalta también la notoria aceleración del consumo de bienes durables, pues se expandió a una tasa anual de 4,5%, la que contrastó con la caída de 0,9% registrada en el trimestre anterior.

Los rubros que componen la inversión registraron comportamientos mixtos: por un lado, sobresale el desempeño de maquinaria y equipo, que creció en términos anuales 4,3% frente al 0,3% del primer trimestre. Por el otro, los componentes de construcción de edificaciones y de obras civiles se expandieron a tasas más bajas que las reportadas a comienzos de 2013, en gran medida por la alta base de comparación con el mismo período de 2012. A pesar de estas desaceleraciones, el comportamiento de este rubro no fue malo, y continuó con lo esperado tras las políticas del Gobierno en materia de construcción de vivienda de interés prioritario y los auxilios a las tasas de interés. Por su parte, la inversión destinada a equipo de transporte mostró un peor desempeño, al caer 13,5% en términos anuales (frente al -9,5% del primer trimestre), comportamiento afín con lo registrado en las importaciones de este tipo.

Entre abril y junio se observó un buen comportamiento del consumo de los hogares y del Gobierno.

En materia de comercio exterior, tanto las exportaciones como las importaciones reales se expandieron a tasas mayores que las del primer trimestre, período en el

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

cual se registraron caídas. En el primer caso, la aceleración ocurrió por cuenta de importantes crecimientos de las exportaciones no tradicionales, principalmente aquellas de autopartes y productos químicos. Para el caso de las importaciones, aquellas catalogadas como de consumo no duradero fueron las que, en promedio, mostraron una mejor dinámica en comparación con las de consumo duradero, bienes de capital y materias primas. Cabe resaltar que las expansiones reportadas son en términos reales, y que estuvieron determinadas, en gran medida, por la depreciación de la tasa de cambio nominal registrada entre abril y junio y por la dinámica de los precios.

Por el lado de la oferta, las mayores tasas de crecimiento se observaron en las ramas de agricultura y construcción (Cuadro 5). En esta oportunidad la mayoría de los sectores registraron una expansión anual mayor frente al trimestre anterior. Asimismo, se observaron tasas de crecimiento por encima del 4% en actividades como comercio, minería, servicios sociales, comunales y personales, y electricidad, gas y agua. Por su parte, la industria (incluyendo trilla de café), que se había contraído durante tres trimestres consecutivos, comenzó a mostrar variaciones anuales positivas.

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

Sector	2012				2012 año completo	2013		Contribución al crecimiento anual (II trim. de 2013) (puntos porcentuales)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,1	2,9	3,4	1,9	2,6	4,8	7,6	0,5
Explotación de minas y canteras	13,6	8,7	0,6	1,9	6,0	2,2	4,3	0,3
Industria manufacturera	1,3	0,1	(0,7)	(2,7)	(0,5)	(4,4)	1,2	0,1
Electricidad, gas y agua	4,1	3,6	3,2	3,2	3,5	3,4	4,7	0,2
Construcción	8,3	12,1	(0,1)	5,6	6,3	13,4	6,4	0,4
Edificaciones	8,3	14,9	(10,6)	12,1	5,9	10,0	7,9	0,2
Obras civiles	8,4	9,9	8,5	1,0	6,9	15,9	5,1	0,2
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,3	4,4	3,2	3,4	4,1	2,8	4,1	0,5
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,6	3,8	3,1	3,0	4,1	1,9	2,8	0,2
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	7,1	5,3	4,4	4,8	5,4	3,3	3,9	0,8
Servicios sociales, comunales y personales	3,9	4,0	5,8	6,0	4,9	4,3	4,7	0,7
Subtotal valor agregado	5,6	4,6	2,9	3,2	4,1	2,7	4,3	3,7
Impuestos menos subsidios	8,0	5,6	2,7	3,4	4,9	3,1	3,0	0,3
PIB	5,9	4,8	2,9	3,3	4,2	2,7	4,2	4,2

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El sector más dinámico de la economía colombiana durante el segundo trimestre de 2013 fue la agricultura, con un crecimiento del 7,6%, el cual ratifica el buen comportamiento que viene teniendo en lo corrido del año (había crecido 4,8% en el primer trimestre). Dentro de las subramas se destaca el significativo dinamismo de productos del café (32,4%) y la aceleración de otros productos agrícolas (creció 6,7%, luego del 2,6% de los primeros tres meses). En este último rubro los aumentos más importantes se presentaron en frutas y nueces frescas (6,9%), producción de plantas vivas y flores (16,8%), plantas bebestibles (66,7%), y semillas y frutos oleaginosos (17,1%). Por el contrario, caña de azúcar disminuyó un 9,0%.

Otro sector que reportó un crecimiento importante fue la construcción, tanto de edificaciones como de obras civiles. En el primer caso, su expansión anual fue de 7,9%, mientras que en el segundo fue de 5,1%. El desempeño favorable de las licencias otorgadas y la mayor ejecución en las etapas del proceso constructivo con un valor agregado más alto explicarían el dinamismo de la construcción de edificaciones. Al respecto, y como se mencionó, debe tenerse en cuenta que desde el primer trimestre comenzaron a verse algunos efectos de las políticas del Gobierno para estimular el sector, aunque se espera que sus impactos más significativos se concentren en la segunda mitad del año y durante 2014. El desempeño de las obras civiles estuvo ligado a la buena dinámica registrada para el caso de vías de agua, puertos, represas, acueductos y alcantarillados. Adicionalmente, el renglón

La agricultura y la construcción fueron las ramas de actividad más dinámicas en el segundo trimestre.

El desempeño de las obras civiles estuvo ligado a la buena dinámica del rubro de vías de agua, puertos, represas, acueductos y alcantarillados.

catalogado como “otras obras de ingeniería” también aportó positivamente a las obras civiles, gracias a la ejecución de buena parte de proyectos de infraestructura por parte del Gobierno.

Entre los sectores que se aceleraron, y cuyo crecimiento estuvo por encima del 4%, se encuentran comercio, electricidad, gas y agua, servicios sociales, comunales y personales y minería. En el caso de la primera rama, su dinamismo se explica en especial por un incremento anual de 4,6% en servicios de hotelería y restaurante (4,6%). Cabe señalar que este año la Semana Santa fue en abril, por lo que el efecto en dicho rubro es significativamente positivo. En la segunda se destaca el importante crecimiento de 18,1% en gas domiciliario, mientras que en la tercera los servicios de administración pública y defensa (5,2%) y los servicios de asistencia social y de salud (4,7%) mantuvieron su buen desempeño. Por último, la minería presentó comportamientos dispares; así, la expansión observada en petróleo (7,2%) y minerales no metálicos (9,4%) fue contrarrestada por las contracciones de carbón (-5,4%) y minerales metálicos (-4,8%).

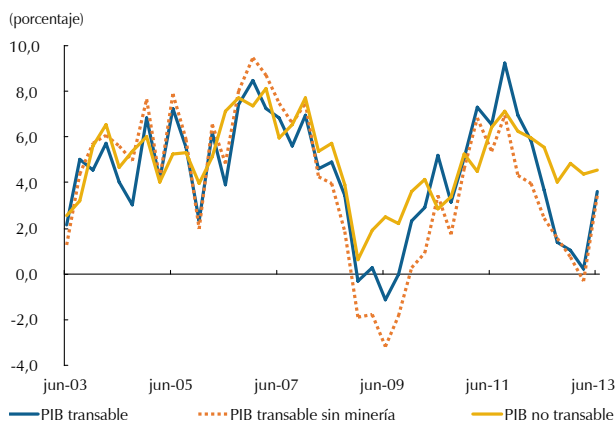
En el caso de la industria, el valor agregado del sector fue de 1,2%, luego de las contracciones consecutivas registradas desde septiembre de 2012. Las ramas que contribuyeron de manera significativa a la recuperación fueron trilla de café (31,9%), refinación de petróleo (5,0%), aceites (6,1%) y lácteos (7,7%). Por el contrario, los sectores que restaron al crecimiento fueron los relacionados con productos minerales no metálicos (-2,6%), metalúrgicos básicos (-4,4%), equipo de transporte (-7,9%), edición e imprentas (-9,1%) y los procesos industriales asociados con la producción de azúcar y panela (-4,3%).

Cabe señalar que esta aparente recuperación está influenciada por el efecto calendario de mayores días hábiles durante el mes de abril (por Semana Santa), por lo que se deben leer las cifras con cautela y no hacer conclusiones apresuradas sobre las tendencias. De acuerdo con estimaciones del equipo técnico del Banco de la República (véase el Recuadro 1: Efectos calendario sobre la actividad económica en Colombia, del *Informe sobre Inflación* de junio de 2013), al excluir dicho fenómeno festivo, la industria se habría contraído 1,2% durante el segundo trimestre de 2013. A la luz de dichas estimaciones, esto también implica una recuperación, pero menos robusta que las cifras publicadas por el DANE, puesto que la industria habría pasado de -2,3% en los primeros tres meses del año al -1,2% antes mencionado entre abril y junio. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que la discrepancia estadística durante el segundo trimestre de 2013 fue de alrededor de 60 puntos básicos (pb) y que el crecimiento del PIB de la manufactura sin trilla de café creció alrededor de 0,4%⁵.

La industria mostró alguna recuperación en el segundo trimestre, la cual se explica en parte por el fenómeno de días hábiles.

5 También es importante señalar, que en términos de cuentas nacionales, la industria sin trilla de café habría crecido 0,4% durante el segundo trimestre de 2013; mientras que el indicador de coyuntura mensual de la muestra mensual manufacturera (MMM) mostró una leve contracción de 0,2%, lo cual complica el análisis de la tendencia del sector.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

De esta manera, durante el segundo trimestre de 2013 la variación anual del PIB de los sectores no transables continuó estando por encima de la economía en su conjunto y mantuvo una tasa de crecimiento similar a la registrada tres meses atrás (de 4,4% a 4,5%). El sector transable sigue reportando una expansión por debajo del sector no transable, aunque se apreció una recuperación importante entre abril y junio de 2012 (de 0,2% a 3,6%). Entre otros aspectos, en el primer caso las cifras se explican en especial por el dinamismo registrado en la rama de la construcción, tanto por obras civiles como por edificaciones (Gráfico 18), y en el segundo, por la significativa aceleración de las actividades agrícolas y una mejoría en la industria.

B. PRONÓSTICO DE CORTO PLAZO PARA EL PIB

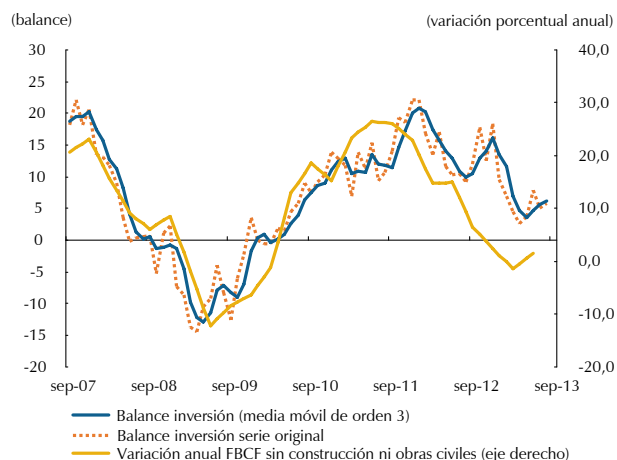
A pesar de algunos choques de oferta negativos observados en el tercer trimestre de este año, para este período es factible esperar que el PIB se haya expandido a una tasa anual mayor que la registrada durante la primera mitad del año. Esta expectativa se fundamenta en un mejor desempeño de la inversión, sobre todo aquella destinada a la construcción de vivienda y edificaciones, aunque también del resto de sus componentes (maquinaria y equipo, principalmente).

Con respecto a la inversión en construcción de edificaciones y de obras civiles, la mayor expansión esperada de este rubro está asociada, en gran medida, con una baja base de comparación en el mismo período del año pasado; aunque también al efecto de la política de vivienda de interés prioritario del gobierno nacional y, en general, a las buenas perspectivas del mercado de vivienda, como se concluye del comportamiento de la aprobación de licencias de construcción durante el tercer trimestre, según se muestra más adelante. Por su parte, las obras civiles crecerían a tasas ligeramente mayores que las registradas durante el segundo trimestre, en especial por los mayores pagos de obras públicas destinadas, sobre todo, a la reparación de los efectos de la pasada ola invernal, y por un mayor monto de regalías giradas que estarían destinadas, en principio, a inversión en obras de infraestructura regional.

Adicionalmente, en los demás renglones que componen la formación bruta de capital fijo se prevé un desempeño aceptable frente a lo registrado durante el segundo trimestre, dada la disposición de las empresas a continuar invirtiendo, como lo sugieren los resultados de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República (Gráfico 19). Adicionalmente, aunque las importaciones en dólares de bienes de capital y de maquinaria para la industria muestran algún retroceso entre julio y agosto, cuando estas cifras se llevan a pesos reales se observa una expansión asociada con el comportamiento de la tasa de cambio y de los precios.

Se espera que el PIB se acelere en el tercer trimestre, principalmente debido al comportamiento de la inversión.

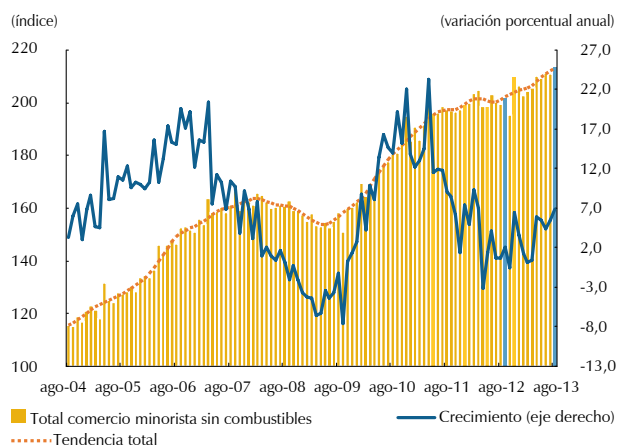
Gráfico 19
Balance expectativas de inversión (EMEE) vs. variación anual de la FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles



FBCF: formación bruta de capital fijo.

Fuente: DANE; encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE), cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20
Muestra mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La información relacionada con el consumo de los hogares sugiere que este agregado habría continuado creciendo a un buen ritmo en el tercer trimestre. Según la información de la muestra mensual de comercio al por menor (MMCM) publicada por el DANE, las ventas minoristas crecieron en promedio 6,2% en términos anuales durante julio y agosto. Esta cifra es mayor que el 5,8% registrado para el segundo trimestre y que el 2,8% de la primera mitad del año. Al descontar el segmento de ventas de vehículos, las ventas restantes se expandieron 5,9% en términos anuales durante estos dos meses, lo que indica un mayor dinamismo del consumo no durable y semidurable, frente al que habría mostrado el durable (Gráfico 20).

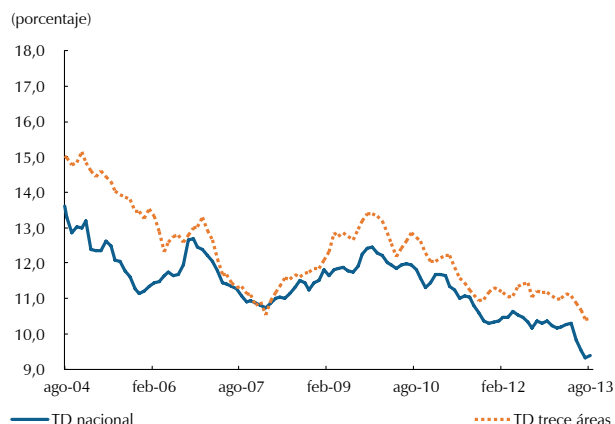
La expansión del consumo privado habría seguido siendo posible gracias a las mejorías que se observaron en el mercado laboral. La tasa de desempleo (TD) ha continuado cayendo de forma significativa en los últimos meses para todos los dominios geográficos (Gráfico 21): la TD nacional para el trimestre móvil terminado en agosto se ubicó en 9,5%, en las áreas rurales en 5,8%, en las cabeceras urbanas en 10,4% y en las trece principales áreas metropolitanas se registró un 10,5% (Gráfico 22). Estos datos están entre 0,5 y 0,9 pp por debajo de los de hace un año.

La caída de la TD ha sido posible porque el número de ocupados continuó aumentando, aunque a un menor ritmo que el año pasado. Durante el trimestre móvil junio-agosto los ocupados crecieron 1,5% anual en el total nacional y 1,8% anual para el caso de las trece áreas urbanas (Gráfico 23, paneles A y B). Además, este incremento se ha concentrado en el empleo asalariado, que continúa creciendo en términos anuales: en el trimestre móvil terminado en agosto se expandió

4,4% anual en las trece áreas, mientras que el no asalariado cayó 0,9% anual (Gráfico 24). El primer tipo de empleo se asocia normalmente con trabajadores que en promedio son mejor remunerados y que gozan de posiciones ocupacionales más estables.

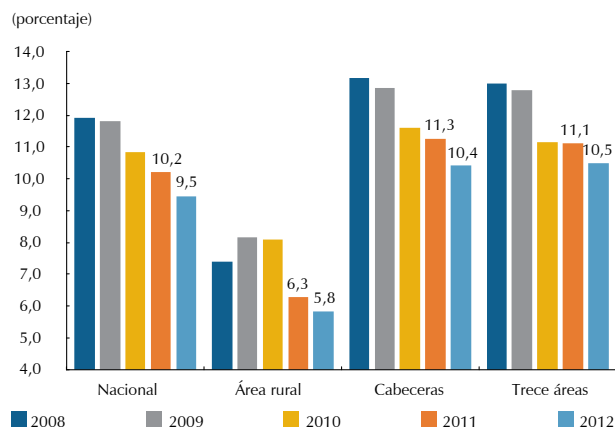
A pesar de las buenas noticias para el consumo privado por el lado de las ventas y el empleo, el comportamiento del índice de confianza del consumidor (ICC) sufrió un retroceso en agosto, el cual se mantuvo en septiembre (Gráfico 25). Si bien los niveles actuales distan de ser preocupantes, sí permiten descartar una posible aceleración del crecimiento del gasto de los hogares durante el tercer trimestre.

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



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

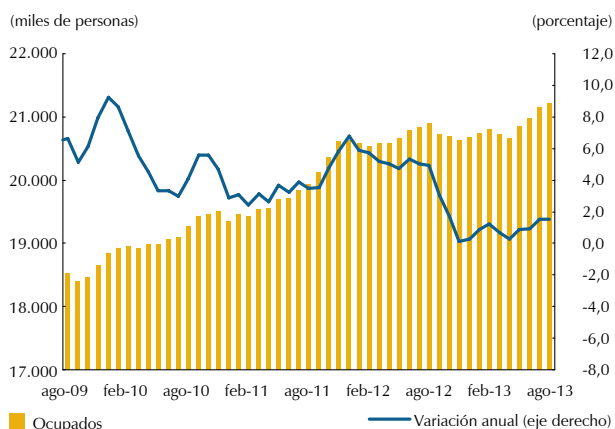
Gráfico 22
Tasa de desempleo
(trimestre móvil junio-agosto)



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico 23

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



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

Además, hay que tener en cuenta que la cartera de consumo registró nuevas desaceleraciones, al expandirse 12,7% anualmente durante el trimestre julio-septiembre frente a 14,2% del segundo trimestre y 15,3% de la primera mitad del año. Esta tendencia se confirmó en términos reales. Por otro lado, las tasas de interés reales de los hogares fueron en promedio menores que las registradas durante el trimestre abril-junio, aunque su ritmo de caída es cada vez más lento (Gráfico 26).

Así las cosas, resulta adecuado esperar un crecimiento del consumo de los hogares muy similar al que se observó en el primer semestre del año; en este sentido, durante el tercer trimestre la expansión anual de este componente del PIB se habría acercado al promedio de la última década, el cual está alrededor del 4,0%.

Con respecto a los rubros de comercio exterior, se espera que durante el tercer trimestre las exportaciones crezcan a un ritmo modesto, por cuenta de los distintos paros presentados en el sector carbonífero. Las importaciones, por su parte, se expandirían a una tasa mayor que la de las exportaciones, aunque por debajo de lo registrado en 2012. Esto supondría una contribución negativa de las exportaciones netas, en contraste con lo registrado durante el segundo trimestre del año.

Por el lado de la oferta, el balance de los distintos indicadores de actividad disponibles es mixto: por una parte, algunas cifras de producción industrial han

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

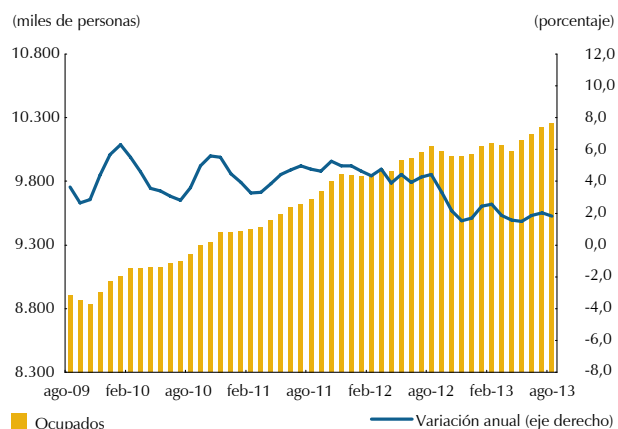
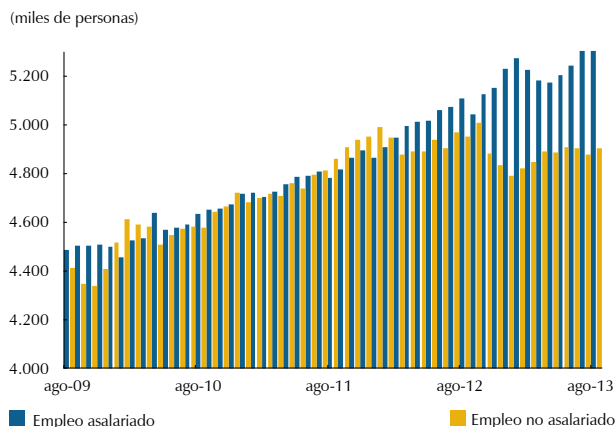
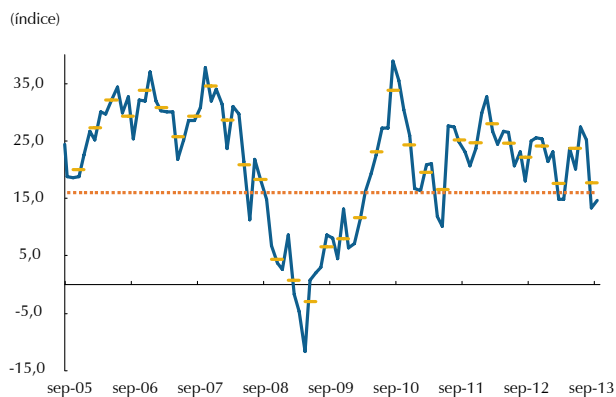


Gráfico 24
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



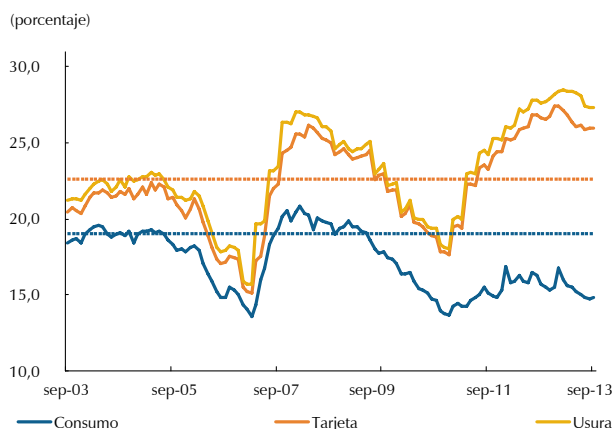
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 26
Tasas de interés reales de los hogares
(deflactadas con el IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República.

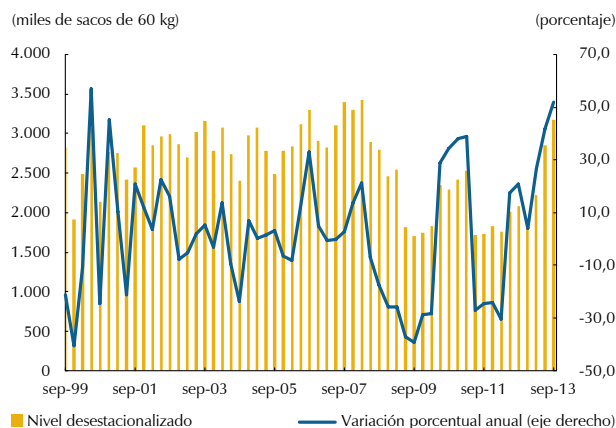
reportado caídas, y hechos relacionados con el carbón ensombrecen el panorama de dicho sector; por la otra, se aprecian noticias favorables en sectores como el comercio, el petrolero y el cafetero.

El sector cafetero reportó un crecimiento de 52,6% en su producción durante el tercer 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 agosto de 2013. La renovación de cerca de 460.000 hectáreas de cultivo en los últimos cinco años se ha traducido en un aumento de la productividad promedio de las plantaciones, de acuerdo con el gremio (Gráfico 27).

En el caso del PIB de comercio, se espera que su ritmo de actividad continúe siendo favorable con base en el buen desempeño de las ventas al por menor, como ya se mencionó. De acuerdo con ello, en agosto de 2013 se destaca el incremento de 3,7% anual registrado en el empleo generado por esa rama, el cual se explica por un aumento en la contratación de personal permanente (6,2%), frente a una disminución de la contratación de personal temporal por intermedio de agencias (-9,6%).

En la minería, el panorama es mixto, puesto que el petróleo continuó mostrando un importante dinamismo, mientras que el carbón se ha visto afectado por

Gráfico 27
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



Fuentes: Federación Nacional de Cafeteros; cálculos Banco de la República.

La producción de carbón se ha visto afectada por choques de oferta en el tercer trimestre.

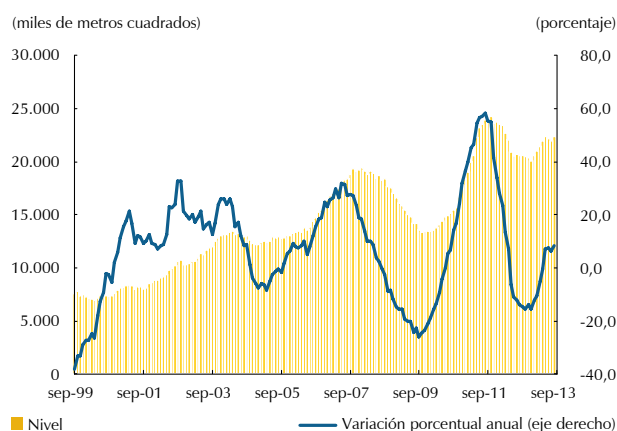
choques de oferta que impactarían negativamente la producción durante el tercer trimestre. En particular, pese a que en septiembre la producción de petróleo se ubicó en 995 miles de barriles diarios (mbd), durante el tercer trimestre el promedio de producción fue de un millón quince mil, lo que representa un crecimiento anual de 8,7%. Este comportamiento favorable del sector se explica por mejoras en las condiciones de transporte y por la estabilización de la producción en los diferentes yacimientos frente al año anterior, lo que se sumó a menores problemas de orden público que habían afectado la producción del año pasado. En lo que respecta al carbón, de nuevo en este trimestre la producción se ha visto afectada por choques de oferta asociados con la parálisis de actividades por parte de los trabajadores de la Drummond, una de las empresas más grandes del sector⁶. Los trabajadores de dicha empresa iniciaron huelga el 23 de julio, provocando el cierre de dos minas y del puerto privado de la empresa sobre el mar Caribe, lo que habría afectado de manera negativa a la producción durante buena parte del trimestre. De acuerdo con cálculos realizados en entidades relacionadas con el sector, las pérdidas diarias podrían ascender a \$11 mil millones (mm)⁷.

En construcción, los pocos indicadores disponibles sugieren un desempeño más favorable en el tercer trimestre, por lo menos en el caso de la destinada a edificaciones. Las licencias de construcción continuaron mostrando un buen comportamiento, al exhibir un crecimiento acumulado anual de 8,6% en agosto, luego de

que en junio y julio había reportado una expansión de 7,6% y 6,3%, respectivamente⁸ (Gráfico 28). Por su parte, la producción de cemento se aceleró y pasó de una variación anual de 0,78% en el segundo trimestre a 3,0% en el bimestre julio-agosto. Como se señaló, se espera un dinamismo importante del sector, apoyado en los estímulos del Gobierno y en el mejor desempeño del licenciamiento. En obras civiles, acorde con lo expuesto, por el lado de la oferta también se espera un crecimiento positivo y similar al observado en el trimestre anterior.

Por último, pese a la recuperación observada en el segundo trimestre en términos de las cuentas nacionales publicadas por el DANE, en los últimos meses la manufactura continuó mostrando señales de debilitamiento. De acuerdo con cifras de la MMM, el índice

Gráfico 28
Área aprobada total según licencias de construcción
(acumulado doce meses)



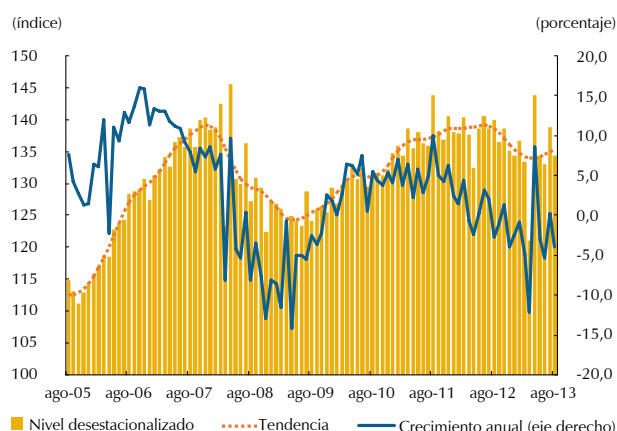
Fuentes: DANE (77 municipios); cálculos del Banco de la República.

6 Véase: <http://www.portafolio.co/economia/mintrabajo-convoca-arbitraje-finalizar-paro-drummond>

7 Consúltese: <http://www.portafolio.co/economia/costos-la-huelga-drummond>

8 Se analiza el crecimiento doce meses, puesto que la volatilidad de esta serie es significativamente alta. El dato puntual de la variación anual de las licencias de construcción total para el mes de agosto fue de 22,6%, explicado principalmente por las destinadas a vivienda con un incremento anual de 40,5%.

Gráfico 29
Índice de producción industrial sin trilla de café
(serie desestacionalizada, componente tendencial y
crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de producción industrial sin trilla de café del DANE se redujo 3,9% en agosto de 2013, con lo cual el año corrido acumula una caída de 2,8% (Gráfico 29). Por el contrario, la trilla de café siguió creciendo a tasas elevadas y en promedio en el bimestre julio-agosto mostró una expansión anual de 13,9%; lo cual compensaría en alguna medida las caídas que se observan en los otros subsectores. Así mismo, con información al mismo mes la encuesta de Fedesarrollo reportó una leve caída en los indicadores de pedidos y de confianza de los industriales; sin embargo, el componente tendencial se encuentra estable, es decir, no muestra caídas adicionales, lo que podría sugerir un punto de quiebre.

El escaso dinamismo de la manufactura en Colombia coincide con el lento crecimiento que la industria ha venido mostrando en los últimos dos años en muchos países, tanto desarrollados como emergentes. Es posible que, debido al pobre desempeño de la demanda global (que ya completa varios años), hoy en día existan amplios excesos de capacidad instalada subutilizada en varias industrias del mundo, con importantes niveles de acumulación de inventarios. Esto tiende a aumentar la competencia para las empresas colombianas en los mercados externos y en el mercado interno, afectando su participación. En el caso local, de acuerdo con la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), los industriales han percibido un aumento de la competencia de productos importados a lo largo del año en el mercado interno. Con respecto al mercado internacional, las cifras de exportaciones industriales por parte de Colombia han exhibido una contracción, en volúmenes, de 11,8% en promedio entre julio y agosto.

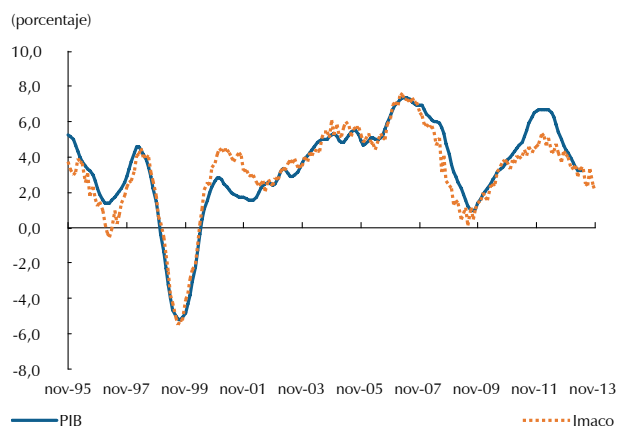
Otro factor que también ayuda a explicar el estancamiento de la manufactura en Colombia y en varios países es el cambio tecnológico y los patrones de consumo. La revolución de las tecnologías de la información ha llevado a generar servicios y productos que están sustituyendo bienes tradicionales que habían tenido un peso importante en la producción y la demanda. Tal es el caso de la industria editorial y del papel, que presenta reducciones importantes desde hace varios años en Colombia y en el mundo.

Aunque las cifras de cuentas nacionales publicadas por el DANE al segundo trimestre develan alguna recuperación para la manufactura, el hecho de que los indicadores mensuales a agosto continúen mostrando contracciones importantes sugiere que el sector permanece estancado o con algún retroceso. Así, para este informe se prevé que, en términos de cuentas nacionales, la industria crezca muy levemente en el tercer trimestre del año, evitando una contracción adicional gracias al crecimiento de la trilla de café, que estaría siendo muy dinámica debido al significativo comportamiento mencionado que ha mostrado la producción cafetera. De esta forma, este sector continuaría siendo el de menor dinámica dentro del PIB.

*En julio y agosto la
industria continuaba
contrayéndose en
términos anuales.*

Todo lo anterior permite prever que el crecimiento del PIB colombiano en el tercer trimestre de 2013 se ubicaría entre 3,8% y 5,2%, 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 minería se ubicaría por encima del 4%, a pesar de la posible contracción de la producción de carbón. La industria se desaceleraría frente al trimestre anterior y continuaría mostrando una baja expansión. Sin embargo, el rango de pronóstico contempla una incertidumbre importante sobre el comportamiento final de la inversión en obras civiles y del consumo del Gobierno.

Gráfico 30
Imaco: indicador líder 5 meses del PIB^{a/}



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

Por último, cabe mencionar que el indicador líder Imaco (Gráfico 30), calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a agosto, señala un crecimiento acumulado a doce meses por debajo de lo proyectado en la senda central, lo cual se apreciará en el *fan chart* del PIB, expuesto en el capítulo IV. Es relevante anotar que esta metodología no contiene indicadores de sectores como la construcción, que están contribuyendo de manera importante al crecimiento, pero que sí están considerados en la senda del escenario central, por lo que el indicador podría estar subestimando la expansión del PIB de Colombia.

Recuadro 2

COMPARACIÓN DE ÍNDICES DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO DE COLOMBIA

Aaron Garavito
David Camilo López
Deicy Cristiano
María Alejandra Hernández*

En los últimos años se han registrado variaciones en los términos de intercambio de Colombia, asociados principalmente con el comportamiento de los precios internacionales de los bienes básicos que exporta el país, tales como petróleo, carbón, ferroníquel, café y oro. Usualmente, estas variaciones tienen implicaciones significativas sobre el producto interno bruto, el ingreso disponible, el ahorro, la inversión, los ingresos fiscales, entre otras variables fundamentales para la economía nacional. Por tal razón, es necesario hacer un monitoreo minucioso de ellas, utilizando diferentes metodologías de cálculo.

Dado lo anterior, en este documento se presentan dos metodologías distintas para estimar los índices de términos de intercambio (ITI)¹, teniendo como base el cálculo de índices de precios de exportaciones e importaciones. La primera metodología se basa en los valores unitarios de la información de comercio exterior (ITI-CE). La segunda utiliza el índice de precios al productor como fuente de precios de los bienes importados y exportados (ITI-IPP).

Índices de términos de intercambio con base en información de comercio exterior (ITI-CE)²

En este caso, los índices de valor unitario o precios de las exportaciones e importaciones se calculan mensualmente con un rezago de dos meses y se usa la información de las bases de datos del comercio exterior colombiano provenientes del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) y del Departamento de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN). En cuanto a la cobertura, las transacciones

incluidas representaron en promedio entre 1995 y 2013, el 94% y 88% del valor total de las exportaciones e importaciones, respectivamente. Esta cobertura fue el resultado de seleccionar los productos más representativos, permanentes en el tiempo y con baja volatilidad.

En términos de la metodología, se utiliza un índice tipo Paasche encadenado (P_T^{EP}) de la siguiente forma:

$$P_T^{EP} = P_{(t-1:t-12)}^{EP} \times P_T^P$$

$$P_T^P \equiv \sum_i^n \left(\bar{\beta}_{i,T} \frac{P_{i,T}}{\bar{P}_{i,T-1}} \right)$$

$$\bar{\beta}_{i,T} = \frac{\bar{P}_{i,T-1} Q_{i,T}}{\sum_i^n \bar{P}_{i,T-1} Q_{i,T}}$$

Donde $P_{(t-1:t-12)}^{EP}$ es el promedio móvil de los últimos doce meses del índice encadenado, $P_{i,T}$ es el precio implícito o valor unitario de la partida arancelaria (i), el cual se define como el cociente entre el valor en dólares y el peso en kilogramos exportado o importado. $\bar{P}_{i,T-1}$ es el promedio móvil de los últimos doce meses del precio implícito de la partida arancelaria (i).

Los índices de precios o de valor unitario con base en las estadísticas de aduanas tienen ventajas y limitaciones. En cuanto al primer aspecto, se destaca su bajo costo de elaboración, el uso de una fuente de información exhaustiva que refleja los valores realmente transados en el comercio exterior, una cobertura actualizada y significativa de las operaciones de comercio exterior y la facilidad de desagregación por zonas geográficas y análisis bilaterales. Por otra parte, la metodología empleada presenta un conjunto de limitaciones reconocidas internacionalmente, dentro de las que se cuentan la agregación de diferentes tipos de bienes en una misma categoría, variaciones de calidad de los artículos en el tiempo, volatilidad de la información, discrecionalidad al determinar la clase muestral, imputaciones y la depuración de las series. A pesar de estas desventajas, los índices de valor unitario son aceptados internacionalmente y ampliamente utilizados.

Las limitaciones mencionadas se tuvieron en cuenta y se llevaron a cabo procedimientos con el fin de mitigar su impacto en los indicadores obtenidos. Por tanto, para obtener precios implícitos más homogéneos se utilizó el máximo nivel de detalle por productos registrados en las bases de

* Los tres primeros autores son profesionales especializados del departamento técnico y de información económica (DTIE) y María Alejandra Hernández es profesional en Estadística del departamento técnico y de información económica (DTIE). Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Se define como el cociente entre el precio de las exportaciones (PX) y el precio de las importaciones (PM): $ITI_i = 100 \times \left(\frac{PX_i}{PM_i} \right)$

2 Para un mayor detalle véase: “Aproximación a los índices de valor unitario y cuántum del comercio exterior colombiano», Borradores de Economía número 680, Banco de la República, noviembre de 2011.

datos de exportaciones e importaciones, el cual corresponde a la clasificación a diez dígitos del arancel de aduanas. El valor unitario para una partida arancelaria específica $P_{i,T}$ se obtuvo agregando ponderadamente cada uno de los precios implícitos de sus transacciones. Los precios implícitos de cada transacción se obtienen al desagregar el valor y la cantidad comerciada de un producto por país de origen o destino, medio de transporte y agente importador o exportador. Esta desagregación permite generar precios implícitos más homogéneos por producto y constituye uno de los pasos para abordar el problema de cambios en la composición y heterogeneidad propios de la fuente de información.

Adicionalmente, se hicieron ajustes de los valores extremos dentro de cada conjunto de transacciones y se controló la volatilidad intertemporal. Para el caso de bienes de mayor valor dentro del comercio exterior y con precios implícitos muy volátiles, se imputó el precio internacional del producto o el IPP del principal país proveedor del bien (flores, oro, aviones, entre otros).

Finalmente, se constató que son una buena aproximación a la dinámica de los precios del comercio exterior colombiano, debido a la consistencia con indicadores tales como índices de precios de comercio exterior de países de la región y de los socios comerciales de Colombia. No obstante, la obtención de los diferentes índices a partir de los valores unitarios se debe complementar con los índices de precios de comercio exterior generados mediante encuestas específicas para este tipo de transacciones económicas internacionales.

TI según el IPP

En este caso el indicador se calcula mensualmente con un rezago de un mes y se usa la información de la encuesta de precios del productor (IPP) del DANE. Los índices de exportaciones e importaciones son obtenidos al agregar los índices del IPP según la clasificación industrial internacional uniforme (CIU) a dos dígitos del DANE³, ponderados por su importancia en el comercio exterior. Se usan ponderaciones variables que capturan los cambios en la estructura de comercio del país, las cuales son utilizadas en promedios móviles de orden doce para eliminar la estacionalidad.

Para el cálculo del ITI-IPP se utiliza un índice de Fisher encadenado (promedio geométrico de los índices de Paasche y Laspeyres). El cual, agrega la variación mensual de los precios de cada división⁴.

3 En la última actualización del IPP las ventas de Colombia al exterior están clasificadas en 23 divisiones y las compras del extranjero en 25.

4 Esta alternativa se fundamenta en que un índice de base fija puede producir sesgos no deseables en el indicador agregado a

$$IP_{X_t} = IP_{X_{t-1}} \times f(q_{t-1}, q_t, p_{t-1}, p_t)$$

$$f(q_{t-1}, q_t, p_{t-1}, p_t) = \sqrt{\frac{\sum_i^n (\alpha_i^j p_t^i / p_{t-1}^i)}{\sum_i^n (\alpha_i^j p_{t-1}^i / p_t^i)}}$$

Donde α corresponde a la participación de cada división en el comercio exterior de los últimos doce meses.

$$\alpha_i^j = \frac{p_t^j q_t^i}{\sum_i p_t^j q_t^i}$$

La encuesta del IPP⁵ presenta una canasta fija, construida con base en la importancia de los bienes en el comercio exterior para el trienio 2002-2004. Para dicho período la representatividad de las importaciones es cercana al 94,3% y de las exportaciones, al 97,5%. El DANE realiza el seguimiento mensual de precios mediante un diseño muestral no probabilístico. No obstante, mensualmente realiza un análisis a partir de las variaciones de los precios, donde se determina el número mínimo de fuentes que debe tener cada producto del IPP. En cuanto al sistema de ponderaciones, en el cálculo del IPP se manejan dos estructuras: ponderaciones flexibles a niveles inferiores de clasificación a la subclase CPC (artículo y cotizaciones) y una estructura fija, con base en índices tipo Laspeyres, aplicada a los demás niveles de desagregación.

Los precios reportados en la encuesta del IPP tienen las siguientes características: Si el bien es importado, se toman dos precios diferentes dependiendo de si este se ve involucrando en algún proceso de transformación; en este caso, el precio reportado es el que se contabiliza mensualmente dentro de los costos de producción. Y si no hay transformación, se reporta el precio de venta en fábrica (precio CIF: cost, insurance and freight). En el caso de los bienes exportados, se registra el precio FOB (free on board).

medida que la medición se aleja del año base. La principal crítica es su interpretación en el largo plazo, ya que no es posible comparar los niveles de los índices en dos períodos distintos.

5 Las descripciones dadas en este documento sobre tal encuesta corresponden a la metodología del IPP a partir del año 2007. Cabe aclarar que el ITI-IPP está construido para un período que abarca cuatro diferentes metodologías para el cálculo del IPP, las cuales tienen consideraciones específicas en cada periodo. Su mayor diferencia radica en la cobertura y el año base utilizado para definir tanto la canasta de bienes como las ponderaciones.

Dentro de las ventajas del ITI-IPP se encuentran oportunidad de la información⁶, disponibilidad mensual y precios de productos homogéneos que tienen características diferenciables para su continua identificación y seguimiento. De igual manera, captura los cambios en el comercio exterior por medio de una estructura de ponderaciones actualizada mensualmente.

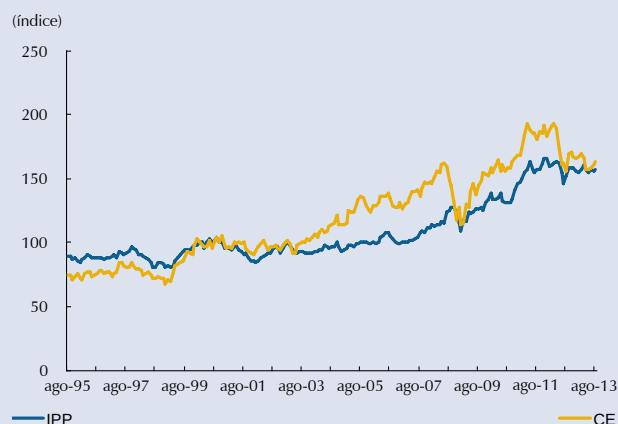
Por su parte, las principales desventajas que presenta el ITI-IPP son: no se puede determinar la contribución exacta de cada componente porque el indicador es calculado en variaciones, la canasta fija de referencia puede perder representatividad conforme la medición se aleja del período base y los cambios en la estructura del comercio exterior se capturan de manera parcial por medio de la actualización de los ponderadores, los cuales tienen cierto nivel de agregación. Adicionalmente, los precios de los bienes importados para transformación incluyen márgenes de comercialización, costos de transporte internos y costos arancelarios y no arancelarios, entre otros.

Comparación entre las dos metodologías y sus resultados

Las estimaciones de los índices de precios de las exportaciones e importaciones y los ITI para ambas metodologías se presentan en los gráficos R2.1, R2.2 y R2.3. En particular, el Gráfico R2.1 señala que tanto el ITI-IPP como el ITI-CE alcanzaron su valor máximo entre abril de 2011 y abril de 2012. Posteriormente, el ITI-CE registra una disminución importante a partir de mayo de 2012, que contrasta con una disminución de menor magnitud en el caso del ITI-IPP.

Las diferencias entre los dos indicadores se explican por varias razones. La principal es la fuente de información que se

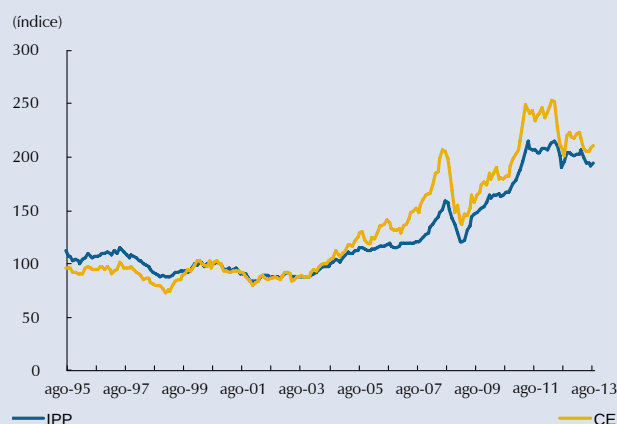
Gráfico R2.1
Índice de términos de intercambio
(promedio aritmético 2000 = 100)



Fuentes: DANE y DIAN; cálculos de los autores.

6 La información tiene solo un mes de rezago para los precios y dos para las ponderaciones.

Gráfico R2.2
Índice de precios de exportados
(promedio aritmético 2000 = 100)



Fuentes: DANE y DIAN; cálculos de los autores.

Gráfico R2.3
Índice de precios de importados
(promedio aritmético 2000 = 100)



Fuentes: DANE y DIAN; cálculos de los autores.

utiliza en cada caso, tal como se mencionó anteriormente. En efecto, se observan diferencias en el tipo de precios, la canasta de referencia y la homogeneidad de los bienes a lo largo del tiempo.

En cuanto a los precios de los bienes importados, para el ITI-CE estos son FOB y en el ITI-IPP son CIF. En algunos casos, en el ITI-IPP también se incluyen márgenes de comercialización, costos de transporte internos y costos arancelarios y no arancelarios, entre otros. A su vez, hay discrepancias asociadas con la canasta utilizada en cada una de las metodologías.

En el caso del ITI-IPP, la información a partir de 2007 proviene de una canasta fija base 2003-2005, lo cual puede presentar problemas de cobertura de los bienes transados

actualmente y generar sesgos en la medición⁷. Además, no hay certeza de la cobertura por empresas y transacciones con respecto a los valores exportados e importados actualmente por el país. Por el contrario, el ITI-CE utiliza una canasta que se actualiza constantemente, lo que garantiza la representatividad de las transacciones de comercio exterior a lo largo del tiempo.

Adicionalmente, el ITI-CE presenta cambios de calidad y heterogeneidad de los productos a lo largo del tiempo, mientras que el ITI-IPP reporta productos homogéneos. Lo anterior se refleja en la mayor volatilidad del ITI-CE. También se encuentra que para grupos de bienes más homogéneos (por ejemplo, importación de productos refinados del petróleo) el ITI-IPP no parece reflejar la dinámica de sus cotizaciones internacionales.

Con relación a la metodología, una diferencia importante es el nivel de agregación a partir del cual se elaboran los precios relativos y sus ponderadores. El ITI-CE se construye con el nivel más desagregado posible, mientras que el ITI-IPP se estima a nivel de divisiones, pero estas últimas mantienen una estructura interna de ponderaciones fijas. Lo anterior implica que un cambio en la participación de los bienes dentro de cada división no se vería reflejado en las ponderaciones del

ITI-IPP, pero sí tendría un efecto en las ponderaciones del ITI-CE. Finalmente, el índice encadenado empleado (Fisher en el caso del ITI-IPP, Paasche en ITI-CE) no parece ser una fuente importante de divergencia entre ambos indicadores. En efecto, se realizó un ejercicio en el cual se empleó un índice Fisher encadenado tanto para el cálculo del ITI-IPP y el ITI-CE en el cual se mantuvieron las diferencias⁸.

En suma, las metodologías expuestas en este documento tienen ventajas y desventajas como resultado de las limitaciones de sus fuentes de información. En teoría, los precios del comercio exterior se deben capturar por medio de encuestas, las cuales deberían mostrar mejores resultados que los obtenidos por medio de los precios implícitos registrados en las bases de comercio exterior. No obstante, para el caso colombiano, la encuesta del IPP con la cual se obtienen dichos precios presenta un conjunto de limitaciones ya mencionadas, que pueden generar sesgos en la medición. Por tanto, es conveniente hacer un seguimiento permanente a ambos indicadores, teniendo en cuenta su consistencia con el contexto económico nacional e internacional.

7 Por ejemplo, la importación y exportación de buques y aeronaves fueron excluidos en el cálculo del sistema de ponderaciones fijas, basado en la estructura del balance oferta-utilización de bienes del año 2000, suministrado por el Sistema de Cuentas Nacionales (SCN). (Véase la metodología del índice de precios del productor, DANE, 2007).

8 Para un mayor detalle véase: “Construcción del índice de términos de intercambio para Colombia”, Borradores de Economía, núm. 639, Banco de la República, enero de 2011.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

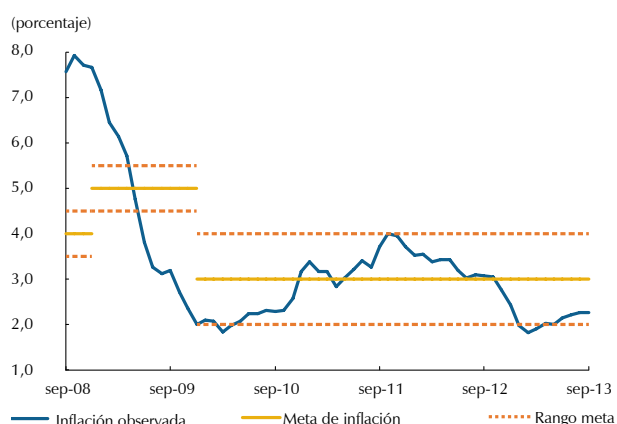
Durante el tercer trimestre de 2013 la inflación anual al consumidor volvió a subir levemente, de acuerdo con lo previsto en el Informe sobre Inflación anterior.

Tanto la inflación total como la básica se mantienen por debajo del punto medio del rango meta (2% a 4%).

Entre julio y septiembre las presiones alcistas sobre los precios al consumidor fueron escasas y se originaron, principalmente, en la depreciación acumulada del peso y en los precios de algunos alimentos perecederos.

Ni los costos ni la demanda ejercieron presiones de importancia sobre los precios al consumidor.

Gráfico 31
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En septiembre la inflación anual al consumidor se situó en 2,27%, aumentando 11 pb frente al registro de junio y situándose muy cerca de lo previsto en el informe trimestral anterior. Luego de alcanzar un mínimo en febrero del presente año (1,83%), la inflación anual ha mantenido una tendencia levemente ascendente a lo largo de 2013 (Gráfico 31 y Cuadro 6). La inflación acumulada entre enero y septiembre ascendió a 2,16%, por debajo del registro para el mismo período del año pasado.

Como viene sucediendo, en los últimos tres meses la inflación siguió enfrentando pocas presiones al alza. La más relevante en esta oportunidad correspondió a la depreciación del tipo de cambio, la cual empezó a

transferirse gradualmente en el tercer trimestre a los precios al consumidor, en particular a los bienes y servicios transables. En agosto y septiembre los paros agrario y de transporte de carga también ejercieron presiones inflacionarias transitorias, las cuales se sintieron en especial en los precios de algunos alimentos.

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

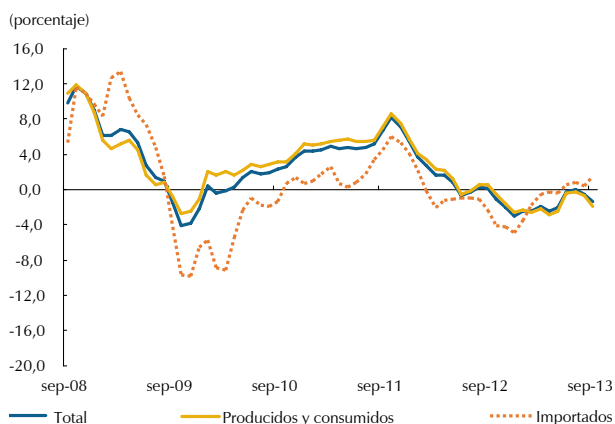
Descripción	dic -11	mar -12	jun -12	sep -12	dic -12	ene -13	feb -13	mar -13	abr -13	may -13	jun -13	jul -13	ago -13	sep -13
Total														
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,87	2,40	2,11	2,08	2,11	2,20	2,28	2,48	2,45	2,46	2,36
Transables	0,80	0,68	1,01	1,09	0,77	0,73	0,71	1,13	0,98	1,06	1,10	1,27	1,39	1,34
No transables	3,64	3,71	3,62	4,02	3,92	3,94	3,84	3,85	3,83	3,74	3,78	3,90	3,78	3,70
Regulados	5,81	4,94	3,92	3,31	1,91	0,67	0,71	0,19	0,86	1,25	1,98	1,37	1,46	1,24
Alimentos	5,27	4,56	4,22	3,63	2,52	1,69	1,19	1,41	1,57	1,29	1,34	1,64	1,77	2,05
Perecederos	7,73	5,18	-2,04	-2,35	-3,90	-5,00	-5,58	-1,86	0,41	2,57	2,44	4,02	5,51	5,94
Procesados	4,50	3,69	5,12	4,33	2,83	2,19	1,60	1,25	0,91	-0,14	-0,11	0,06	-0,10	0,18
Comidas fuera del hogar	5,59	5,87	5,52	5,21	4,90	3,88	3,60	3,21	3,29	3,33	3,51	3,47	3,55	3,74
Indicadores de inflación básica														
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,87	2,40	2,11	2,08	2,11	2,20	2,28	2,48	2,45	2,46	2,36
Núcleo 20	3,92	3,76	3,56	3,71	3,23	2,95	2,78	2,78	2,79	2,72	2,83	2,81	2,78	2,79
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,18	2,99	3,23	3,33	3,02	2,76	2,60	2,51	2,34	2,16	2,14	2,14	2,19	2,19
Inflación sin alimentos ni regulados	2,38	2,38	2,48	2,74	2,55	2,54	2,48	2,67	2,60	2,59	2,63	2,77	2,75	2,69
Promedio de todos los indicadores	3,15	3,02	3,02	3,16	2,80	2,59	2,49	2,52	2,48	2,44	2,52	2,54	2,54	2,51

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los demás factores inflacionarios permanecieron contenidos, como sucede desde hace varios trimestres. Así, en el tercer trimestre no se percibieron presiones al alza provenientes de la demanda, como lo sugiere el hecho de que la brecha del producto se habría mantenido en terreno ligeramente negativo, según se presenta en el capítulo IV de este informe.

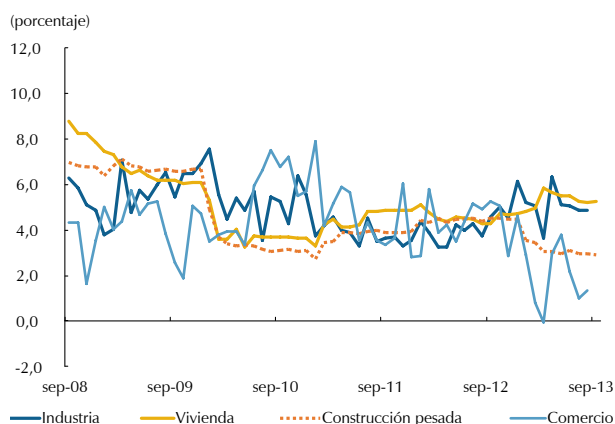
Por otra parte, los precios internacionales de la mayoría de materias primas y alimentos continuaron estables o presentaron reducciones frente a los niveles observados en igual período del año anterior. Esto incluye el precio del petróleo, que tiene una gran incidencia en el comportamiento de IPC de regulados por medio del precio interno de la gasolina, de los servicios públicos y de los costos de producción.

Gráfico 32
IPP por procedencia
(variación anual)



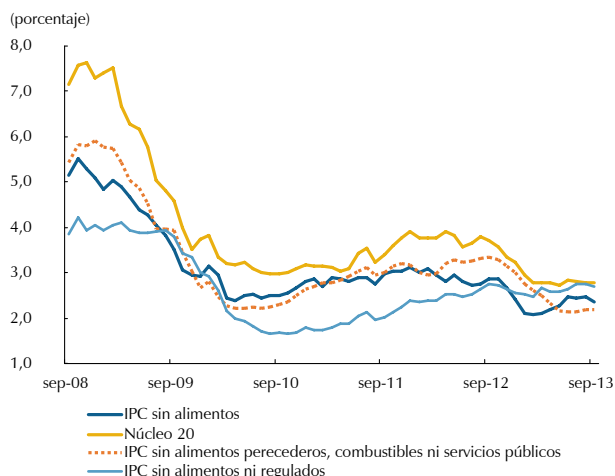
Fuente: DANE.

Gráfico 33
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 34
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

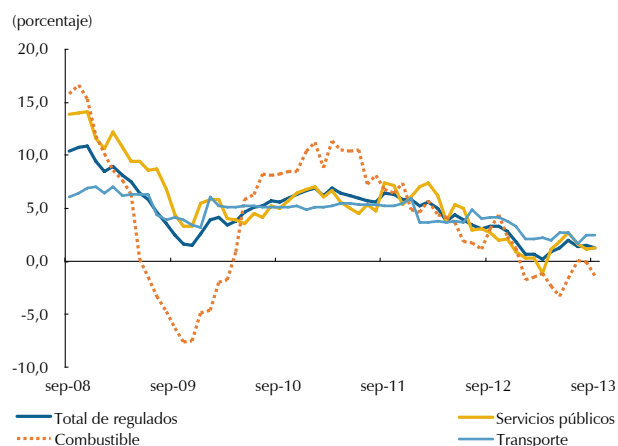
Con respecto a esto último, los costos no salariales volvieron a disminuir en el tercer trimestre, como lo sugiere la variación anual del índice de precios del productor (IPP). Esta variable se había incrementado desde terreno negativo en la primera mitad de año; sin embargo, en el tercer trimestre volvió a descender, cerrando septiembre en -1,32% (Gráfico 32). Esto sucedió por efecto de las disminuciones ocurridas en el IPP de bienes producidos y consumidos en el país, pues la variación anual del IPP de bienes importados aumentó, como resultado de la depreciación acumulada del peso, observada desde mediados de enero.

En el mercado laboral las presiones de costos salariales también fueron escasas en el tercer trimestre. Los salarios continuaron exhibiendo ajustes moderados, en especial en comercio y construcción pesada. Tan solo en el caso de industria y la construcción de vivienda los ajustes salariales (cercaos al 5,0%) superaron el rango meta de inflación, sin que ello implique que ejerzan presiones inflacionarias, dados los incrementos en productividad y la reducción de parafiscales a la nómina (Gráfico 33). Conviene recordar que la reducción de los costos a la nómina (cobro de ICBF y SENA), que comenzaron a operar a partir de mayo pasado, según lo contemplado por la reforma tributaria más reciente, estarían jugando en favor de menores ajustes en los costos salariales enfrentados por las empresas.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica, monitoreados periódicamente por el Banco de la República, permaneció estable en torno al 2,5% a lo largo del tercer trimestre. El análisis individual de los diversos indicadores muestra que todos se encuentran por debajo de la meta puntual de inflación, siendo el núcleo 20 (2,8%) el de mayor nivel y el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos (2,2%) el de menor nivel. Los cambios durante el trimestre fueron moderados en los diversos indicadores, aumentando en 5 pb tanto el IPC sin perecederos, combustibles ni servicios públicos, como el IPC sin alimentos ni regulados (2,7%). En contraste, cayeron levemente el IPC sin alimentos (2,4%) y el núcleo 20 (Gráfico 34).

Gráfico 35
IPC anual de regulados y sus componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La leve caída observada en el IPC sin alimentos entre junio y septiembre está asociada principalmente con la desaceleración del componente regulado, cuyo crecimiento anual pasó de 2,0% en junio a 1,2% en septiembre (Gráfico 35), más de lo previsto en el *Informe sobre Inflación* anterior. Dentro de los regulados, los servicios públicos (1,2%), y en menor medida el transporte (2,5%), registraron ajustes anuales inferiores a los observados en junio pasado (Cuadro 6).

La variación anual del IPC de combustibles, por su parte, aumentó levemente en los últimos tres meses, pero se mantuvo en terreno negativo (-1,4%). En el trimestre se registraron algunos incrementos en este rubro frente al nivel de junio, pero fueron pequeños y pueden asociarse con las alzas en el precio internacional de los combustibles y la depreciación del peso ocurrida desde comienzos de año.

Algo similar sucedió con el gas domiciliario. A pesar de lo anterior, los precios internacionales del petróleo entre junio y septiembre no superaron los de igual período de 2012, lo que explicaría los bajos ajustes anuales de los precios del gas y la gasolina en Colombia.

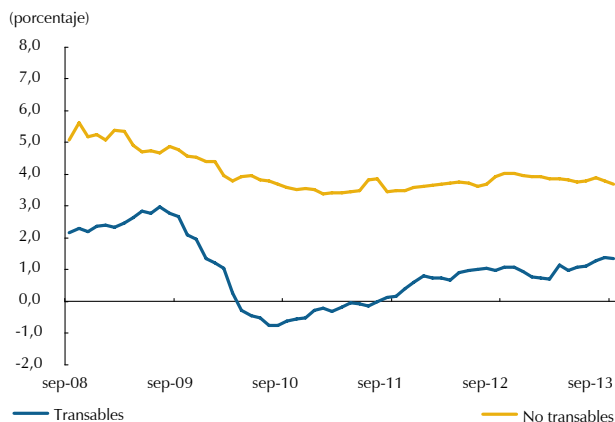
La desaceleración anual en el IPC de servicios públicos también se explica por el rubro de acueducto, alcantarillado y aseo, donde se presentaron disminuciones de tarifas. En el bimestre agosto-septiembre la empresa de acueducto y alcantarillado de Bogotá (EAAB) comenzó a hacer efectiva la reducción anunciada por la Alcaldía de la capital en junio, con la particularidad de que la contracción tarifaria ha sido mayor a la inicialmente proyectada (11,0%)⁹.

En el caso del IPC del servicio de energía, conviene advertir la gran variabilidad que se observa en este rubro desde hace varios trimestres y que se mantuvo en los últimos meses. Esta gran volatilidad, que surge principalmente de los cargos de generación y distribución, es en especial visible en la ciudad de Cali (véase Recuadro 3).

El otro segmento de la canasta del IPC que contribuyó a la desaceleración de la inflación fue el de los no transables (3,7%), cuya variación anual cayó 8 pb durante el trimestre (Gráfico 36). En los no transables se destaca el menor ritmo de aumento de arriendos, de 3,7% en junio a 3,6% en septiembre. Este rubro, que se ha desacelerado lentamente desde comienzos de año, tiene una gran ponderación en la canasta del IPC (18,6%). En este período también se presentó una desaceleración en rubros relacionados con servicios de salud y transporte no transables, entre otros (Gráfico 37).

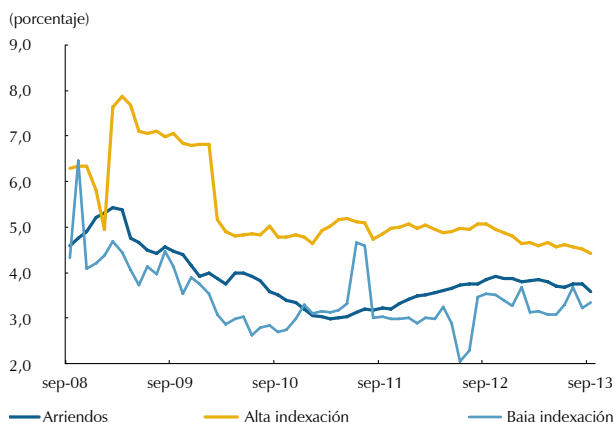
⁹ Al respecto véase: http://www.eltiempo.com/colombia/bogota/reduccion-en-la-tarifa-del-servicio-de-aseo_13110113-4.

Gráfico 36
IPC anual de transables y no transables, sin alimentos ni regulados



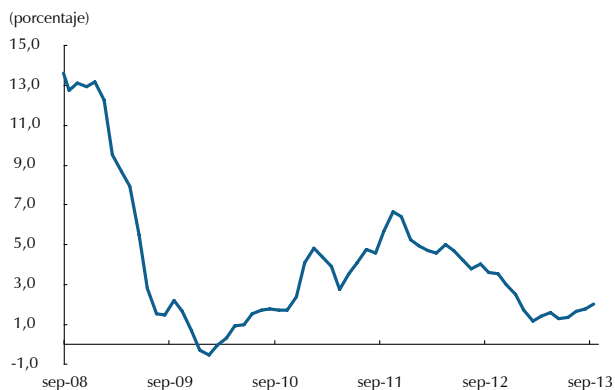
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
IPC anual de no transables



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38
IPC anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La única gran subcanasta del IPC sin alimentos que generó presiones alcistas sobre la inflación del tercer trimestre fue la de transables, al pasar de 1,1% en junio a 1,3% en septiembre, siendo este último resultado mayor que el previsto. Este componente de la canasta familiar viene incorporando en su dinámica la depreciación del peso observada con mayor claridad en los últimos dos trimestres. Los analistas y el mercado esperaban este repunte en los transables, dado el rezago con que opera la transmisión del tipo de cambio hacia los precios al consumidor en Colombia. Otras presiones alcistas de menor importancia en este segmento de la canasta estarían proviniendo de un arancel mixto para las confecciones y el calzado. Estas medidas se vienen aplicando desde marzo pasado¹⁰.

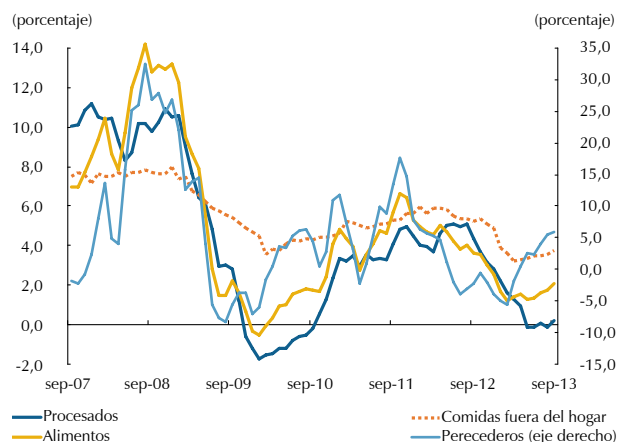
B. IPC DE ALIMENTOS

En general los precios de los alimentos exhibieron una tendencia alcista a lo largo del tercer trimestre, con una variación anual, que pasó de 1,3% en junio a 2,1% en septiembre, aumentando un poco más que lo esperado en el informe de junio (Gráfico 38). Según se observa en el Gráfico 39, desde marzo de este año los precios de los alimentos frescos o perecederos (5,9%) han impulsado al alza la inflación de alimentos. En el último trimestre los principales aumentos en este subgrupo se presentaron en el segmento de frutas.

Pese a la aceleración en los últimos dos trimestres del grupo de alimentos, la cual puede obedecer al ciclo normal de producción, la tasa anual de ajuste de los precios ha sido menor que en fases alcistas similares en años anteriores. Una razón para ello sería una oferta que se ha comportado mejor que en años anteriores, gracias, en parte, a unas óptimas condiciones climáticas. De igual manera, a las menores alzas estarían ayudando unos costos de producción que han variado poco, sobre todo en lo concerniente a los insumos agropecuarios. Lo anterior ha permitido tener unos precios relativos de los alimentos perecederos (medidos en relación con el IPC sin alimentos), que para esta

10 Véase el Decreto 0074 del 23 de enero de 2013, del Ministerio de Comercio, Industria y Comercio.

Gráfico 39
IPC de alimentos por grupos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

época son menores a los observados en 2011 y 2012 en promedio.

Con respecto a los otros dos subgrupos de la canasta de alimentos —los alimentos procesados (0,2%) y las comidas fuera del hogar (3,7%)—, no se observaron cambios de importancia en el tercer trimestre (Gráfico 39). La variación anual del IPC de alimentos procesados había caído a lo largo del primer semestre del año, beneficiándose de la rebaja del impuesto sobre el valor agregado (IVA) para maquinaria e insumos agrícolas, azúcar, chocolate y pastas, entre otros, que provino de la nueva reforma tributaria de finales del año pasado. Este choque bajista es por una sola vez y su efecto debe sentirse durante todo 2013, pues desaparecerá a comienzos de 2014. La reducción de impuestos indirectos también cobijó a las comidas fuera del hogar.

Por otro lado, en el caso de los alimentos perecederos, un porcentaje del cual es importado o utiliza insumos importados, la depreciación acumulada del peso con respecto al dólar en lo corrido del año ha tenido poco impacto en los precios internos. Esto tendría que ver con las caídas que se han registrado en los precios internacionales de los alimentos, como se muestra en el capítulo I de este informe, lo cual habría compensado el efecto alcista del tipo de cambio.

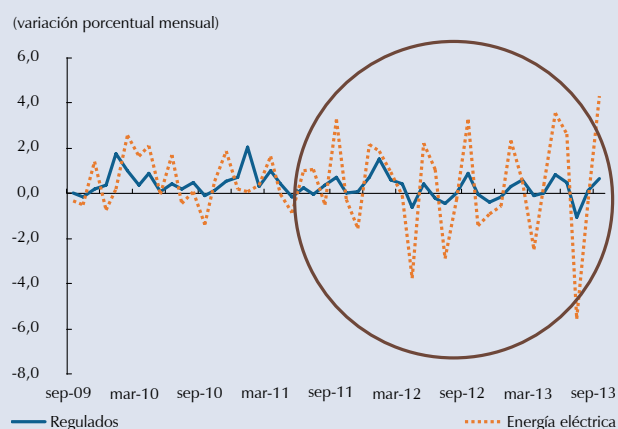
Recuadro 3

¿POR QUÉ LA VOLATILIDAD EN EL IPC DE ENERGÍA ELÉCTRICA?

Edgar Caicedo García
Cristhian H. Ruiz Cardozo*

El componente regulado del índice de precios al consumidor (IPC) en los últimos años ha venido aumentando su volatilidad, lo cual ha dificultado su pronóstico. En particular, el comportamiento variable de las tarifas de energía eléctrica, cuyo peso en los regulados es de 18,8% y de 2,8% en el IPC total, viene imprimiéndole mayor volatilidad tanto a los regulados como al IPC total (Gráfico R3.1). A continuación examinaremos las razones que explican dicho movimiento.

Gráfico R3.1
IPC de regulados y de energía eléctrica



Fuentes: DANE; cálculos de los autores.

La Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) es la entidad encargada de vigilar las tarifas de energía eléctrica en el país, las cuales están definidas en pesos por kilovatio hora (\$/kWh), siendo la base de su cálculo la determinación del costo unitario de prestación del servicio (CU). El CU se define como¹:

$$CU = G + T + D + C + PR + R, \text{ donde:}$$

CU es el costo unitario; G corresponde al costo de compra de energía por parte del comercializador, y representa el costo de producción de energía; T es el costo por transporte, que constituye el valor pagado por el transporte de energía desde las plantas de generación hasta las redes regionales de transmisión; D es el valor que se paga por transportar la energía desde las subestaciones del Sistema de Transmisión Nacional hasta el usuario final; C es el costo por comercializar la energía; PR es el costo por pérdidas técnicas que ocurren en el proceso de generación y transporte, y R son los costos por restricciones y servicios asociados con la generación.

Los dos rubros que más aportaron a la formación del CU en el último año fueron: distribución (36,42%) y generación (35,6%); le siguen comercialización (12,49%), transmisión (6,19%), restricciones (5,61%) y pérdidas (3,69%). La contribución de estos rubros en el CU se ha mantenido estable en los últimos años, siendo la generación, pero sobre todo la distribución, los componentes con la dinámica más volátil de la fórmula tarifaria. Veamos el porqué de su variabilidad.

En el caso de la generación, el precio de compra de la energía para los comercializadores representa un costo fijo, cuando se adquiere mediante un contrato de largo plazo, o un costo variable, cuando se compra en el mercado *spot* de la Bolsa de Energía². Precisamente, las compras en bolsa son las que vienen imprimiéndole variabilidad al componente de generación de la tarifa de energía eléctrica, como bien se observa en el Gráfico R3.2. Es evidente que la formación de los precios en bolsa los determina diariamente la conciliación entre la oferta y la demanda, pero también aquellos reflejan los vaivenes de los fenómenos climáticos, los atentados a la infraestructura eléctrica, e incluso los precios de los combustibles (gas y carbón), utilizados para alimentar las plantas térmicas³. A manera de ejemplo, durante el fenómeno de El Niño de finales de 2009 y comienzos de 2010, se registró una disminución en los niveles de los embalses, evento que obligó al sistema eléctrico a sustituir generación hidráulica (menos costosa) por térmica (más costosa), con el

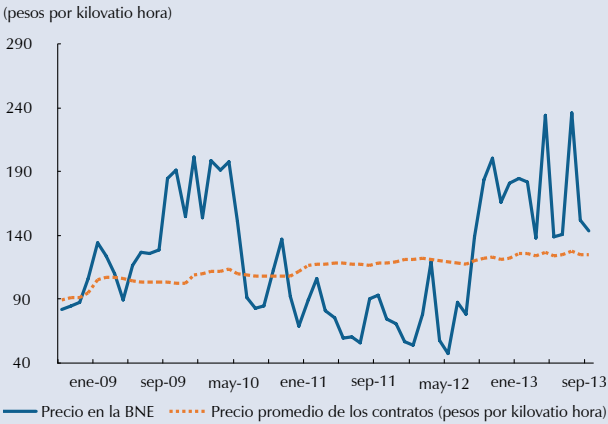
* Los autores son, en su orden, profesional experto en inflación del Departamento de Programación e Inflación y estudiante en práctica del Departamento Técnico y de Información Económica. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 La determinación de las tarifas finales para los diferentes usuarios depende, además del costo por prestar el servicio, de aplicar subsidios y contribuciones a los diferentes estratos. Al respecto véase: Resolución CREG 119 de 2007 (la cual establece la fórmula) y La Ley 142 de 1994 (artículos 87, 89 y 99) y la Ley 143 de 1994 (artículos 60, 23, literal h, y 47), las cuales fijaron los subsidios y contribuciones a la prestación del servicio de electricidad.

2 Entre los factores principales que determinan el precio de generación se encuentran la demanda comercial de los comercializadores, el costo promedio ponderado de la energía adquirida por contratos bilaterales y el precio de la energía comprada en Bolsa por el comercializador. Por otra parte, la Bolsa de Energía de Colombia nació el 20 de julio de 1995 para modernizar el sector eléctrico y dar paso a la libre competencia y a la participación privada.

3 Los costos de generación se actualizan mensualmente, teniendo en cuenta los criterios determinados por la Resolución 119 de 2007 de la CREG.

Gráfico R3.2
Precio de la energía en la Bolsa Nacional de Energía (BNE)
y precio promedio de los contratos



Fuente: XM-ISA.

consecuente aumento en el costo por kilovatio negociado en bolsa y en la tarifa pagada por los consumidores.

Por su parte, el componente de distribución en la tarifa de energía eléctrica recoge los costos en los cuales incurre el operador de red (tipo Codensa, EPM, EBSA) por inversión en infraestructura, gastos de administración, operación y mantenimiento. De esta manera, cada operador de red (OR) establece un único cargo por distribución de energía, el cual se indexa mensualmente con la variación del índice de precios del productor (IPP). Adicionalmente, por política regulatoria, en la actualidad los OR están unificando sus cargos por distribución en cada una de las cinco áreas de distribución (ADD)

en las cuales se dividió el país, a saber: norte, sur, occidente, oriente y centro⁴.

Una vez se definieron las ADD, se iniciaron dos fases de unificación de cargos por distribución: una por departamentos y otra por regiones, lo que implica fijar un cargo de distribución por cada ADD, cuya liquidación genera que los usuarios de los OR con menores cargos por distribución aprobados, tengan que aportar recursos extras para disminuir el valor que pagarán, por el mismo cargo de distribución, aquellos usuarios deficitarios de los otros OR.

La volatilidad se origina al tratar de balancear las grandes diferencias en los cargos por distribución de los OR. Un ejemplo claro de esta situación es lo que ocurre en la ADD de occidente: en esta área, en lo corrido del año 2013, los cargos por distribución de Popayán han sido mayores tres veces en promedio a los de Cali (Cuadro R3.1). Estas dos ciudades por regulación deben incorporar en las tarifas finales el cargo por distribución unificado de la zona de occidente, el cual es muy volátil.

En consecuencia, Cali ha sido la ciudad que más ha contribuido a la volatilidad del IPC de energía (Gráfico R3.3, panel A), por la gran irregularidad de los costos por distribución (Gráfico R3.3, panel B). También, porque la empresa que presta el servicio de energía en la ciudad (Emcali) entró en

4 Para una mayor comprensión véase la Resolución 058 de 2008 de la CREG.

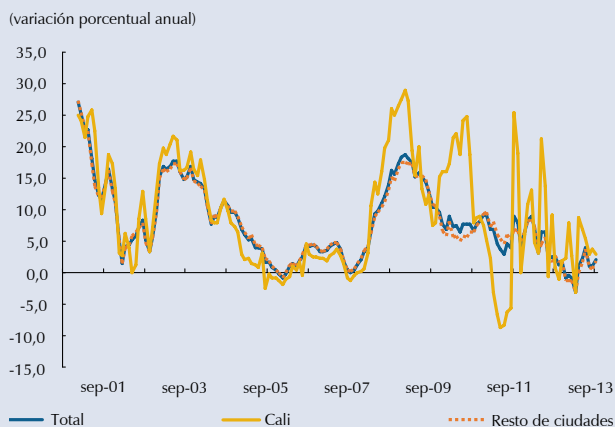
Cuadro R3.1
Cargos por distribución (pesos por kilovatio hora): ADD de occidente en 2013

Mes	Nariño	Tuluá	Pacífico	Popayán	Cali	Cartago	Cauca (municipios)	Cargo unificado (pesos por kilovatio hora)
Enero	143,37	130,32	189,34	278,45	91,36	97,38	216,47	135,1
Febrero	140,86	127,91	186,5	280,5	89,23	95,21	216,47	88,63
Marzo	140,51	128,61	187,16	274,52	91,84	95,92	214,08	134,44
Abril	141,99	130,08	188,73	276,55	93,25	97,33	215,7	181,81
Mayo	141,56	129,6	188,47	277,66	92,64	97,33	215,54	135,76
Junio	140,27	129,4	188,09	275,58	90,66	102,72	215,07	91,48
Julio	140,11	129,22	188,02	247,49	90,4	102,72	215,06	134,73
Agosto	141,2	130,29	189,23	265,15	91,04	102,29	215,06	178,9
Septiembre	141,83	129,23	188,17	265,15	91,04	102,29	216,29	135,58

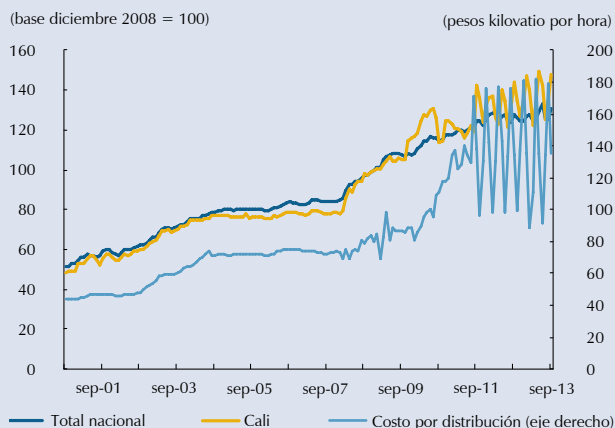
Fuentes: XM-ISA; cálculos de los autores.

Gráfico R3.3

A. IPC de la energía eléctrica



B. IPC de la energía eléctrica y costo por distribución para la ADD de occidente



Fuentes: DANE, CREG y XM-ISA; cálculos de los autores.

ley de quiebras hace doce años y solo hasta mediados de 2013 el municipio volvió a recuperar la empresa. Las dificultades financieras de Emcali, para adquirir energía mediante contratos, hizo que esta firma comenzara a comprar de manera significativa la energía en bolsa en los últimos años, transfiriendo la volatilidad de este mercado de corto plazo a los precios finales para el consumidor caleño.

En conclusión, la fórmula tarifaria del servicio de energía incorpora todas las cadenas productivas y comerciales de la energía eléctrica (generación, transmisión, distribución y comercialización). El valor de la factura contempla la remuneración a cada uno de los actores de la cadena. Las tarifas dependen de diversos factores, como el IPC (indexa una parte de la comercialización), el IPP (indexa una parte de la distribución), la disponibilidad de recursos para la generación hídrica y térmica (agua y gas principalmente), los cambios regulatorios emitidos por la CREG y las leyes de oferta-demanda del mercado (bolsa).

Las fuertes variaciones observadas en el IPC de energía eléctrica durante los dos últimos años se explican por el componente de generación de la fórmula tarifaria (afectado por los vaivenes de la bolsa) y por el de distribución (afectado por la homogenización tarifaria en las regiones). Adicionalmente, Cali ha sido la ciudad que más volatilidad le ha transferido al IPC de energía, hecho asociado con la unificación del cargo por distribución en la ADD de occidente y con que Emcali entró en ley de quiebras en 2001, viéndose obligado más recientemente a comprar masivamente energía en bolsa.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

Los pronósticos de crecimiento económico sugieren que en 2013 la economía colombiana se expandiría a una tasa cercana a la observada el año pasado. Para 2014 se espera un buen desempeño de la economía.

Para el próximo año el crecimiento en Colombia estará favorecido por una mayor expansión de los socios comerciales, unos términos de intercambio relativamente altos, mejores condiciones laborales y unas políticas monetaria y fiscal expansivas.

Para el resto de 2013 y para 2014 las presiones al alza sobre los precios son escasas. La inflación anual al consumidor se mantendría por debajo del 3%, pero dentro del rango meta.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Los pronósticos de crecimiento del PIB para 2013 y 2014 aquí presentados no distan de aquellos del anterior *Informe sobre Inflación*. Para lo que resta del año se espera que el aparato productivo se expanda en términos reales un poco por encima de su crecimiento potencial, mientras que para el próximo año se prevé un buen desempeño de la economía, siempre y cuando la incertidumbre y los riesgos en el ámbito externo no aumenten y se mantenga el dinamismo del gasto público y de la inversión en obras civiles.

Así, dado lo que se observó en la primera mitad del año y lo que se prevé para la segunda, para todo 2013 el consumo privado crecerá a tasas cercanas a su promedio de la última década. A finales de año el impulso seguirá teniendo su origen en una inflación muy baja, que junto a unas tasas de interés reales que han sido, en

Se espera que el crédito bancario termine el año expandiéndose a tasas de dos dígitos, lo que, en parte, seguiría soportando el gasto privado.

promedio, menores que las registradas desde mediados de 2012, representa un mayor poder adquisitivo del ingreso para los hogares. Además, las transferencias por concepto de remesas de trabajadores han sido ligeramente mayores en lo corrido del año y las condiciones del mercado laboral permiten pensar en un escenario propicio para que el gasto de las familias crezca a un ritmo aceptable. Cabe resaltar que se espera que el crédito bancario termine el año expandiéndose a tasas de dos dígitos, lo que seguiría soportando, en parte, el gasto privado.

Por su parte, la inversión privada distinta de aquella destinada a construcción de edificaciones y de obras civiles para todo 2013 estaría mostrando crecimientos menores que los de 2012. El buen momento de la inversión en construcción, que se mantendrá hasta finales de año, no compensaría completamente las menores tasas de expansión para el resto de rubros que la componen. La debilidad del sector manufacturero que se ha observado desde mediados del año pasado ha provocado una reducción en el dinamismo de la inversión destinada a este sector, como lo muestra la evolución de las importaciones en dólares de bienes de capital de maquinaria y equipo a lo largo del año. Así mismo, las caídas en las compras de equipo de transporte provenientes del exterior sugieren que la tasa de crecimiento de la inversión destinada a este tipo de bienes sería negativa para todo 2013.

En cuanto al PIB por ramas de actividad, se espera que los sectores de mayor crecimiento en 2013 sean, en su orden, la construcción y la agricultura, con ritmos de expansión superiores a los de la economía en su conjunto. Por el contrario, la industria sería el sector con el desempeño más pobre. Hacia el cuarto trimestre la incertidumbre sobre el comportamiento de este sector continúa siendo elevada; sin embargo, se espera que termine el año con crecimientos positivos gracias a la trilla de café, pero bajos debido a la lenta recuperación prevista, como se mencionó en el capítulo II. Otros sectores, como el comercio y los servicios sociales, comunales y personales, mostrarían expansiones anuales un poco por encima del 4% para todo 2013.

En la construcción, según el escenario central, la subrama de edificaciones deberá terminar creciendo en todo 2013 a una tasa positiva, y por encima de la observada en promedio durante el primer semestre (8,9%), esto dado que se espera que el impacto de los programas del Gobierno orientados a la construcción de vivienda con fines sociales sea más significativo durante la segunda mitad del año¹¹. Por otro lado, para la subrama de obras civiles, en el escenario más probable se prevé que los niveles del segundo trimestre se mantengan durante el resto de 2013, lo que implica una desaceleración para el tercero y cuarto trimestres, pero aun así su aporte a la economía sería importante.

En lo que resta de 2013 otro sector de gran dinamismo continuaría siendo la agricultura, gracias al café. Así, se prevé para todo 2013 una significativa aceleración

Las ramas de actividad de mayor crecimiento en todo 2013 serán la construcción y la agropecuaria.

11 Adicionalmente, debe considerarse que en el tercer trimestre del año se observaría un efecto positivo sobre el crecimiento proveniente de una base de comparación baja frente al mismo período del año anterior (entre julio y septiembre de 2012 la contracción fue de 10,6%).

*Para finales de 2013
la producción de
petróleo se mantendría
un poco por encima
del millón de barriles
diarios.*

frente al año anterior. Como se mencionó en el capítulo II, las cifras de producción del grano colombiano en lo corrido del año reportan expansiones de alrededor de 40%; lo cual se explica por cerca de 200 mil hectáreas adicionales que durante 2013 se volvieron productivas mediante el plan de renovación llevado a cabo durante años anteriores. Con ello, al cerrar el año se estima que el 80% del parque cafetero estará produciendo.

En lo que respecta a la minería, se proyecta que en el escenario central esta rama crezca un poco por encima de la economía en su conjunto en 2013 (4%), debido a que la aceleración observada en el sector petrolero está siendo atenuada por la contracción de la producción de carbón. En el caso del petróleo, el escenario más probable de crecimiento contempla que para los próximos tres meses los niveles de producción se mantendrían alrededor de la media observada entre julio y septiembre. Así, la producción anual promedio se ubicaría alrededor de un millón ocho mil barriles de crudo diarios, lo que implica un incremento anual de 7% frente a las cifras de 2012.

En el caso del carbón se estima una menor producción en comparación con la del *Informe sobre Inflación* anterior. De hecho, ante los choques de oferta observados en lo corrido del año, el Gobierno redujo la meta de producción, la cual había sido fijada inicialmente en 94 millones de toneladas. Los nuevos estimativos oficiales, contemplados en este informe, sugieren que la producción en todo 2013 estaría entorno de las 84 m de toneladas, por debajo de las 89 m de toneladas de 2012¹²; lo que implicaría una disminución de 6% anual frente al año pasado.

Para 2014 la perspectiva sobre la dinámica del contexto internacional tiene una participación no despreciable dentro de la determinación del rango de pronóstico de expansión del PIB. Tal y como se presentó en los escenarios de balanza de pagos del capítulo I de este informe, se contempla un mayor crecimiento económico de los principales socios comerciales de Colombia para 2014. Así las cosas, la demanda externa por exportaciones no tradicionales seguiría recuperándose, lo que representa un impulso a la actividad económica del país. Es importante resaltar que los riesgos a la baja están asociados, principalmente, con la incertidumbre a futuro que generó la situación de las políticas fiscal y monetaria en los Estados Unidos.

*Para 2014, los
precios del petróleo
y carbón seguirán
haciendo rentables
las actividades
de exploración
y explotación
en el sector
minero-energético.*

Adicionalmente, la demanda interna seguirá estimulada por unos términos de intercambio que se mantendrían en niveles altos, pese a algunas reducciones en los precios de materias primas de exportación, como se señaló en el capítulo I. En este escenario, los precios de bienes como el petróleo y el carbón seguirían haciendo rentables las actividades de exploración y explotación en el sector minero-energético, lo que continuaría impulsando proyectos productivos en esta rama de la economía durante el próximo año. Por otro lado, se espera que las inversiones

12 Véase: http://www.larepublica.co/economia/1%C3%ADos-en-la-miner%C3%ADa-llevar%C3%A1n-producci%C3%B3n-de-carb%C3%B3n-menos-de-84-millones-de-toneladas_73556

Se espera que las inversiones efectuadas en este y en años anteriores en sectores como la minería y la agricultura (en especial el café) permitan una ampliación de las condiciones de oferta de la economía en 2014.

efectuadas en este y en años anteriores en sectores como la minería y agricultura (en especial el café) permitan una ampliación de las condiciones de oferta de la economía en 2014. El encadenamiento del aparato productivo en Colombia podría significar que, por lo anterior, el desempeño de otros sectores como el transporte y el comercio también podría verse beneficiado. Por su parte, la inversión en construcción de obras civiles tendría una participación importante dentro del crecimiento del PIB en 2014, esto por las perspectivas de la puesta en marcha de las grandes obras de infraestructura vial denominadas de cuarta generación.

En materia de consumo público, el aumento del 7,5% del presupuesto general de la Nación para 2014 y un mejor balance en materia de ejecución (en especial en los sectores de vivienda, y ciencia y tecnología), sugieren que el gasto final del Gobierno también aportará a la expansión del producto de una manera significativa.

Con respecto al gasto de las familias, existen indicios que apuntan a que el consumo privado se expandiría un poco por encima de la tasa promedio observada en la última década. Por una parte, estas perspectivas tienen fundamento en las acciones de política monetaria más expansivas, adelantadas desde el segundo semestre de 2012 hasta comienzos de este año, y que han significado tasas de interés bajas que beneficiarían la dinámica de la demanda interna y de la actividad real; esto teniendo en cuenta el rezago normal con el que opera la política monetaria. Por otro lado, las condiciones actuales del mercado laboral y las expectativas de que esa tendencia se mantenga hacia finales de 2013 y en 2014 permiten pensar en un escenario propicio para que el aumento del gasto de los hogares ocurra a un buen ritmo. A lo anterior se suma una tasa de inflación que se espera termine en niveles bajos en 2013 y que no deben repuntar de manera significativa en 2014, lo cual beneficia el poder adquisitivo del ingreso de las familias colombianas. Esto también favorece la expansión del gasto de las familias en términos reales.

En cuanto a las ramas de actividad, se espera que en 2014 la construcción y la agricultura continúen siendo importantes, mientras que la minería recuperaría su dinamismo, convirtiéndose, de nuevo en uno de los sectores que mayor contribución hacen a la expansión del PIB colombiano. La industria, por su parte, debería comenzar a reportar tasas de crecimiento positivas y mayores a las de 2013.

En la construcción, la culminación de los programas de vivienda prioritaria, como la ampliación en el número de cupos en los subsidios de tasas de interés para préstamos hipotecarios, continuaría estimulando el comportamiento del sector, aunque en un menor grado que lo proyectado para el final del año 2013. En obras civiles, los anuncios de inversión en infraestructura vial y en minería, entre otros, auguran también un buen desempeño.

El consumo privado se expandiría un poco por encima de la tasa promedio observada en la última década.

La agricultura, liderada por el sector cafetero, ayudaría de nuevo, y de manera importante, al crecimiento económico colombiano durante 2014. Así, se espera que la consolidación de la totalidad de hectáreas productivas para el café (un restante

En 2014 se estima un aumento adicional de 5% en la producción de petróleo.

Para todo 2013 el crecimiento se situará entre 3,5% y 4,5%, con 4,0% como cifra más probable. Para 2014 el rango se mantuvo entre 3,0% y 5,0%, con un pronóstico más probable por encima de 4,0%.

20%), junto con el incremento en la productividad¹³ generado por el programa de renovación de tierras, permitan afianzar expansiones significativas y sostenidas de la producción de café.

Con respecto a la minería, se prevé que, en general, todos los subsectores mineros presenten una aceleración frente al año anterior, sustentada en el funcionamiento de buena parte de proyectos e inversiones realizados en los últimos años. Un ejemplo de ello es la puesta en marcha del oleoducto “Bicentenario” y otras obras que facilitarían el transporte del petróleo. Así, en 2014 se estima un aumento adicional de 5% en la producción de petróleo (llegando a 1.070.000 barriles diarios en promedio), consistente con el escenario central de balanza de pagos, discutido en el capítulo I. Adicionalmente, debe considerarse que, en el caso del carbón, se tendría una base de comparación baja en 2013, ya que en el primer trimestre y en el tercero las dos más grandes empresas productoras afrontaron problemas asociados con paros laborales y licencias ambientales, que se espera no sucedan nuevamente durante 2014.

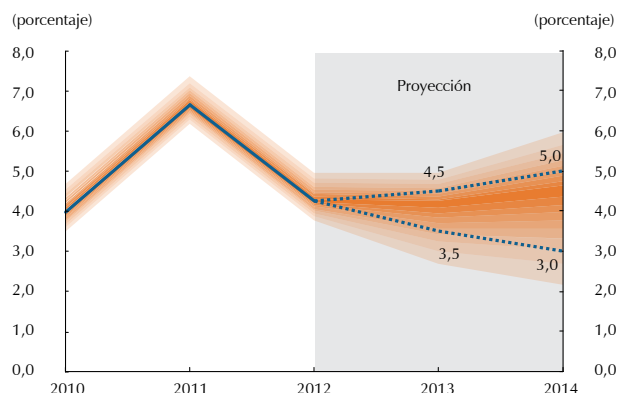
Por último, en lo relacionado con la industria manufacturera, la baja base de comparación del año inmediatamente anterior, junto con la reactivación esperada en la demanda mundial, como se menciona en el escenario más probable de contexto internacional, permiten prever para 2014 un crecimiento más favorable de esta rama frente a lo registrado en 2012 y 2013. Adicionalmente, se espera que los impactos de las políticas económicas adoptadas por el gobierno nacional en el presente año se vean reflejados sobre todo en 2014¹⁴.

Con base en todo lo anterior, la proyección en el escenario más probable se situó alrededor de 4,0% para 2013, con un rango entre 3,5% y 4,5% (hace tres meses era de 3,0% a 4,5%). Para 2014 el rango de pronóstico sería de 3,0% y 5,0%, con un pronóstico central que se ubicaría por encima del 4%, conllevando una aceleración frente a 2013. Sin embargo, la amplitud de este intervalo continúa siendo elevada, como se aprecia en el balance de riesgos, o *fan chart* (Gráfico 40). Esto obedece no solo a la alta incertidumbre asociada con el contexto externo, sino también con la inversión de las obras civiles, la cual ha mostrado una alta volatilidad en el pasado, acompañada de fuertes revisiones de las cifras observadas. El piso y el techo

13 De acuerdo con la Federación de Cafeteros, la renovación de cafetales emprendida por el gremio no solo ha permitido tener árboles más jóvenes y resistentes a enfermedades como el hongo de la roya y a 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 un factor que se espera sea superior a los 14,5 sacos en 2013.

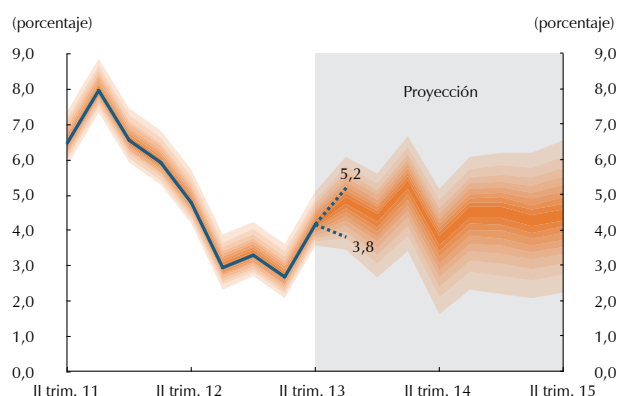
14 El Plan de Estímulo para la Productividad y el Empleo (PIPE) tiene varios auxilios que podrían ayudar al sector de manera directa e indirecta: por ejemplo, directamente contempla un programa de \$800 mil millones (mm), que por intermedio de Bancoldex apoyaría la financiación para capital de trabajo e inversión de activos. De manera indirecta, el PIPE tiene estímulos para sectores como la agricultura y la construcción, que están vinculados con la industria. Además, se han hecho algunas reformas y modificaciones que permitirían a la industria abaratar sus costos; por ejemplo, se aplicó una reducción durante dos años a las tarifas de los aranceles para importar materias primas y bienes de capital que no se producen en el país. Para un análisis más detallado de las diversas políticas que apoyarían la recuperación de la industria, el lector podría consultar: Caicedo y Hernández (2013). “Desempeño, perspectivas y estímulos para la actividad industrial”, *Revista Coyuntura Pyme*, edición 43, ANIF, octubre.

Gráfico 40
Fan chart del crecimiento anual del PIB



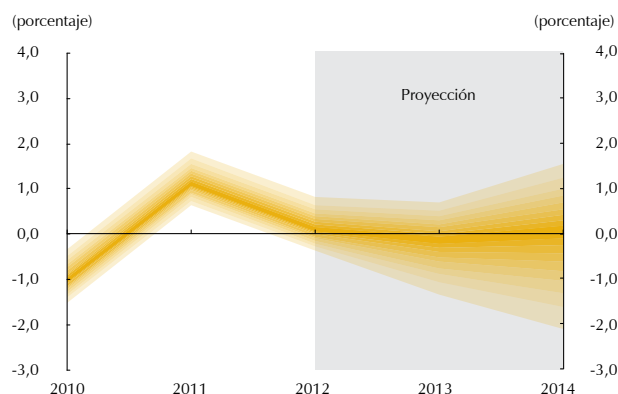
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 41
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 42
Fan chart de la brecha del producto



Fuentes: DANE y Banco de la República.

del intervalo de pronóstico son afines con el escenario bajo y alto del contexto internacional, expuesto en el capítulo I.

Los fan chart de crecimiento (gráficos 40 y 41) sugieren una mayor importancia de los riesgos a la baja, lo que apunta a una probabilidad no despreciable de que la expansión del PIB en 2013 y 2014 se ubique por debajo de la senda central. Los principales riesgos a la baja están asociados con un menor desempeño de la demanda interna (en particular, menores inversiones en construcción de obras civiles y de edificaciones, y menor consumo público que lo previsto) y un mayor deterioro del contexto internacional, sobre todo para 2014. El riesgo externo podría materializarse mediante una menor demanda externa, menores transferencias e IED, pérdida de confianza y mayores primas de riesgo. Los riesgos al alza están relacionados con reducciones de costos tanto por caídas en el precio de los regulados como en el de materias primas importadas.

Las estimaciones más recientes de la brecha del producto sugieren que, en el escenario central, esta sería ligeramente negativa durante 2013. De acuerdo con el balance de riesgos, en 2013 la brecha se ubicaría en el intervalo entre -1,6% y 0,7% (gráfico 42). Así, la brecha para 2013 sería un poco menor que la estimada para 2012. Para 2014 se espera que la brecha se ubique entre -2,1% y 1,5%, dado el intervalo de crecimiento presentado. En este caso, la nueva estimación también es un poco más baja que la del informe trimestral anterior, y es afín con la senda de crecimiento proyectada para 2014.

Por otro lado, los modelos del mercado laboral sugieren que en 2013 la tasa de desempleo se estaría acercando a su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés) desde un nivel positivo. Para 2014 esta tendencia deberá continuar y la brecha del mercado laboral se cerraría completamente (sería prácticamente cero). Esto sugiere que las presiones inflacionarias originadas en el mercado laboral continuarían siendo bajas en lo que resta del presente año y en 2014; más aún si se tiene en cuenta la rebaja en los parafiscales que se inició este año y que terminaría el próximo.

En este informe se presentan los resultados obtenidos a partir de dos modelos: el MMT y el Patacon.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

En este informe se presentan, además de los pronósticos usuales de inflación obtenidos a partir del modelo de mecanismos de transmisión (MMT) del Banco, aquellos derivados de un modelo de equilibrio general estocástico dinámico (conocido como Patacon¹⁵). Esta metodología, que se ha introducido de manera gradual en los últimos dos años¹⁶, por lo general ha presentado resultados muy similares a los del modelo tradicional. Sin embargo, desde el trimestre pasado los pronósticos en materia de inflación están mostrando alguna divergencia que se está manteniendo en la actualidad, razón por la cual el equipo técnico del Banco considera pertinente explicarlos.

Los pronósticos de inflación obtenidos a partir del MMT aumentaron levemente frente a lo presentado en el informe de junio; sin embargo, en líneas generales, las tendencias son las mismas. De acuerdo con este modelo, la inflación anual al consumidor se mantendrá significativamente por debajo del punto medio del rango meta (de 2% a 4%) en lo que resta del año y durante todo 2014, excepto por un aumento transitorio a comienzos de año. De todas maneras, dada la naturaleza del modelo, la inflación mantiene una tendencia alcista gradual que la situaría en 3% en el largo plazo.

Por su parte, el modelo Patacon comparte con el anterior un pronóstico de inflación total al consumidor significativamente por debajo del punto medio del rango meta para lo que resta del año. Sin embargo, hacia 2014 la convergencia hacia dicho punto es más rápida, aunque también terminaría por debajo de él.

En ambos casos, es evidente que las presiones al alza sobre la inflación siguen siendo limitadas, en particular para lo que resta de año, pero también para 2014.

En primer lugar, aunque el dato del PIB del segundo trimestre fue mejor que lo esperado, los pronósticos para el resto del año y para el siguiente no cambiaron sustancialmente. Así, se sigue esperando para estos dos años en conjunto tasas de crecimiento similares a la de largo plazo de la economía colombiana. Para el segundo semestre de 2013 estos pronósticos implican una expansión anual un poco mayor, pero que en parte obedece a una base de comparación baja en el mismo período del año anterior, resultado de caídas transitorias en algunos componentes del PIB.

Con el ritmo de expansión previsto en la senda central de inflación, los modelos de brecha del producto, incluyendo el MMT, sugieren que esta podría mantenerse en terreno ligeramente negativo en lo que resta de 2013 y a comienzos de 2014, y que se equilibraría hacia finales del próximo año. Estos resultados, que no distan mucho de los mostrados en el informe de junio, no anticipan presiones significativas sobre precios originadas en el crecimiento de la demanda para los próximos trimestres.

De acuerdo con el MMT y Patacon, la inflación al consumidor se mantendrá por debajo del 3,0% en lo que resta de 2013 y en 2014.

15 Patacon es el acrónimo de: *Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs*.

16 Véase el *Informe sobre Inflación* de marzo de 2011 para una presentación general del Patacon.

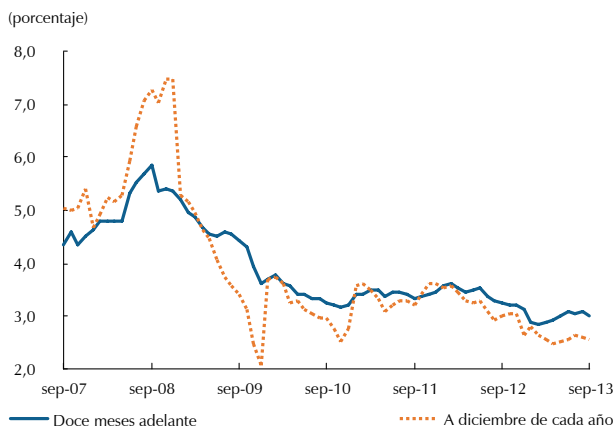
No se anticipan presiones significativas sobre precios originadas en el crecimiento de la demanda.

En segundo lugar, en los meses recientes se han presentado reducciones en los precios internacionales de materias primas importadas y producidas por el país, lo que puede derivar en menores costos de producción internos hacia lo que resta del año. Estos menores precios, por lo demás, estarían compensando de manera parcial los efectos de la depreciación del peso que se presentó en el tercer trimestre. A lo anterior hay que añadir que la senda central de pronóstico de inflación contempla reducciones adicionales en algunos precios de materias primas para 2014, siendo el caso más relevante el del petróleo, razón por la cual se espera que las presiones de costos decrezcan o se mantengan contenidas hasta bien entrado el próximo año.

Los costos salariales tampoco deberán ser una fuente importante de presiones alcistas sobre la inflación hacia el corto y mediano plazos, tal y como ha sucedido en lo corrido de este año. Como se menciona en el capítulo II, según la información disponible, los ajustes salariales en el segmento formal del mercado de trabajo se han efectuado a tasas coherentes con la meta de inflación, suponiendo un crecimiento razonable de la productividad laboral. Además, la reforma tributaria que entró a operar este año habría disminuido los costos de contratación de la fuerza laboral para un amplio segmento de trabajadores, al reducir los parafiscales. Para 2014 está programada una reducción adicional en estas contribuciones.

Por su parte, las expectativas de inflación se han mantenido ancladas al punto medio del rango meta, o incluso un poco por debajo de él a horizontes medios y largos. La encuesta mensual del Banco, efectuada a analistas del sistema financiero a comienzos de octubre, mostraba una inflación esperada para finales del año en curso de 2,6%, un poco por debajo del registro obtenido hace tres meses, mientras que a doce meses las expectativas se mantenían en 3,0% (Gráfico 43). Resultados similares se observan en el caso de la última encuesta trimestral, también del Banco, con una cifra esperada para diciembre de este año de 2,8% y para septiembre del próximo año de 2,9% (Gráfico 44).

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



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Las expectativas derivadas de la curva de rendimiento de los TES tampoco sugieren presiones alcistas sobre la inflación. Con esta metodología los registros de inflación esperada se mantuvieron entre 2,6% y 3,0% para horizontes a dos, tres, cinco y diez años. Estos son valores muy similares a los presentados en el *Informe sobre Inflación* anterior (Gráfico 45).

Una de las pocas presiones alcistas que estarían influyendo en la inflación de los próximos meses proviene de la depreciación del peso observada a partir de febrero y que se acentuó en junio. Como se anotó, durante el tercer trimestre se observó algo de la transmisión hacia los precios internos, especialmente los transables, y los modelos del Banco prevén que esta tendencia se mantenga en lo que resta del año y a comienzos del próximo. No obstante, las alzas en los precios al consumidor por este

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

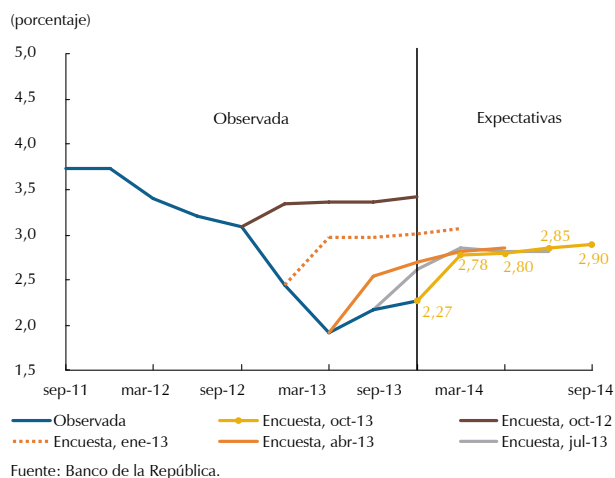
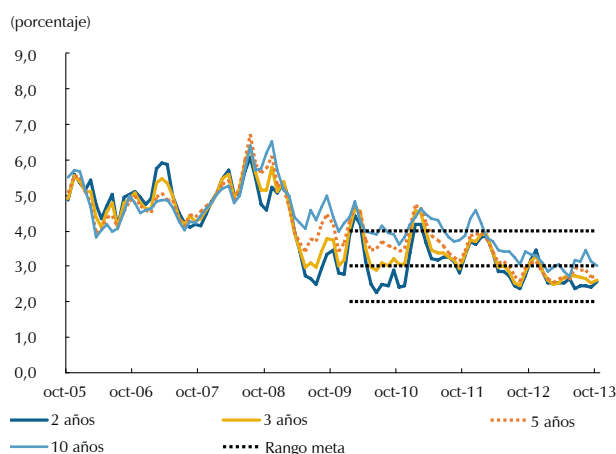


Gráfico 45
Expectativas de inflación derivadas de los TES
(a dos, tres, cinco y diez años)
(promedio mensual)^{a/}



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

concepto serán moderadas y no se prolongarán más allá del primer trimestre del año, según lo contemplado por la senda central de inflación que se presenta aquí.

Por otro lado, la senda central de pronóstico contempla alzas temporales para la primera mitad del año, las cuales serían el resultado de una base de comparación muy baja en igual período de 2013 debido a rebajas en los precios de combustibles y otros bienes regulados. Así mismo, el ciclo normal de la oferta agropecuaria debería conducir a incrementos en los precios al consumidor de varios alimentos a finales de este año y, sobre todo, a comienzos del próximo, lo que también genera algunos aumentos transitorios en la inflación proyectada.

Por los grupos en los que se divide el IPC para este informe, el MMT prevé que continúe la disminución gradual en la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados hacia el 3% en lo que resta de este año y durante 2014. Esto, en vista de que las expectativas de inflación están ancladas en la meta y de que no se anticipan presiones de demanda, dado que la brecha del producto está alrededor de cero.

Para la variación anual de transables sin alimentos ni regulados se prevé una aceleración moderada en los próximos dos trimestres, un poco mayor que lo contemplado en el informe de junio, y que obedece a la depreciación acumulada del peso. Sin embargo, unas expectativas de inflación que no aumentarían y escasas presiones de demanda, entre otros, frenan alzas adicionales en 2014.

Con respecto al IPC de regulados, la senda central de pronósticos contempla una aceleración de su variación anual a comienzos de año que, en parte, sería transitoria, como ya se explicó. De todas maneras, el dato para finales de 2014 estaría cerca de la meta del 3%. Estos resultados no tienen en cuenta reducciones eventuales en los precios de algunos servicios públicos por decisión del gobierno nacional o de los gobiernos locales, como tampoco caídas en el precio de los combustibles.

Así las cosas, la senda central para inflación sin alimentos aumentaría un poco hacia finales de este año y a comienzos del próximo, pero situándose siempre por debajo del 3,0%. Además, a partir del segundo trimestre de 2014 la inflación sin alimentos retornaría a los niveles que se observan hoy en día. Pese a ello, esta nueva senda implica una revisión al alza frente a la que se presentó en el informe anterior.

*Para este informe
persiste la alta
incertidumbre,
relacionada con el
comportamiento del
contexto internacional.*

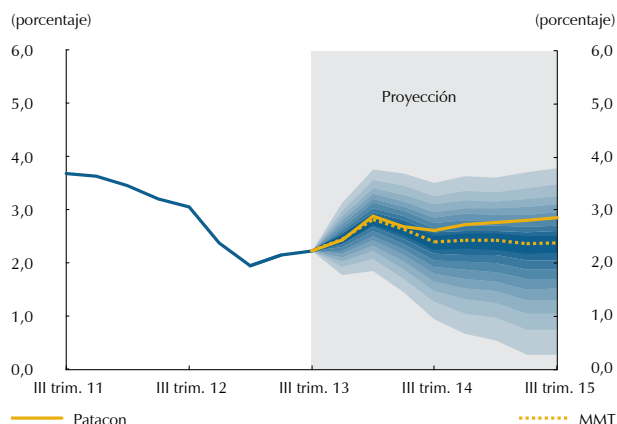
Por último, la variación anual del IPC de alimentos se acelerará en la primera mitad de 2014, pero luego presentaría algún descenso, que no evitará que se mantenga por encima de los niveles observados en el tercer trimestre de este año. Aun así, factores como pocas presiones de costos y mayor competencia hacen que los ajustes en los precios de los alimentos sigan siendo moderados y que se mantengan por debajo del punto medio del rango meta.

En cuanto al pronóstico del modelo Patacon, la convergencia un poco más rápida al punto central del rango meta de largo plazo en comparación con la senda del MMT puede atribuirse a dos factores, primordialmente. El primero de ellos está relacionado con la evolución prevista de la depreciación nominal del tipo de cambio, y en especial con la magnitud de la transmisión a los precios al consumidor, que en el caso del nuevo modelo es más alta. El segundo factor obedece a un ciclo más marcado en el precio de los alimentos, que hace que su convergencia hacia el 3% sea más rápida en el caso del Patacon.

2. Balance de riesgos

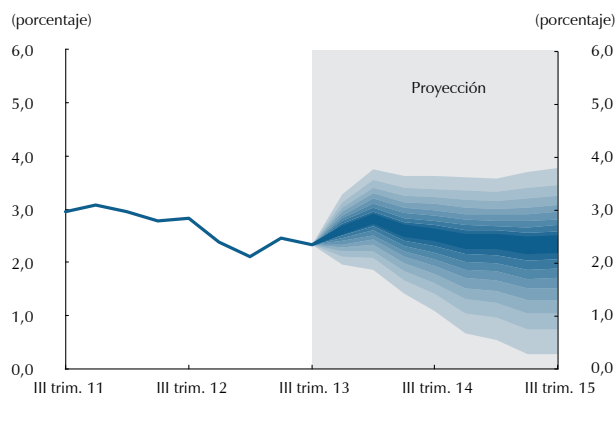
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 46 y 47. Para este informe se estima que persiste la alta incertidumbre relacionada con el comportamiento del contexto internacional, en particular con sus posibles efectos sobre la tasa de cambio, con la evolución de los precios de los alimentos y de los bienes regulados y con el crecimiento de la demanda interna. Estas circunstancias han mantenido una amplitud importante en los *fan chart* de inflación que es similar a la del informe anterior. En cuanto al sesgo de los *fan chart*, estos continúan siendo a la baja, dada la naturaleza de los riesgos que aún enfrenta el pronóstico central de inflación, especialmente en lo concerniente al contexto internacional.

Gráfico 46
Fan chart de la inflación total



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 47
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

El riesgo a la baja sobre el crecimiento mundial es mayor en este informe que en el anterior.

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

Un crecimiento mundial menor al previsto en la senda central de pronóstico: si bien las economías de los países desarrollados han mostrado algunas mejorías en sus principales indicadores, aún persiste un riesgo considerable de que esta recuperación se interrumpa o sea mucho más lenta de lo contemplado en el escenario central de este informe. Este riesgo, además, ha aumentado en los últimos meses a raíz de los acontecimientos recientes en los Estados Unidos; en particular por el cese de las actividades del gobierno federal, por la falta de consenso político sobre la necesidad de ampliar el límite de endeudamiento y por los posibles recortes automáticos de gasto en caso de que no se llegue a un acuerdo en el Congreso estadounidense. A lo anterior se suma el hecho de que el eventual desmonte gradual del programa de estímulo monetario puede tener una repercusión mayor que la prevista sobre el desempeño, no solo de este país sino también de otras economías desarrolladas, y sobre todo de las emergentes.

En la zona del euro también persisten riesgos a la baja debido a la fragilidad financiera que enfrentan varios países de la periferia y a las dificultades que estas podrían enfrentar en caso de presentarse retrasos en la implementación de los programas de integración financiera. Por otro lado, la importancia que ha mostrado el sistema financiero informal en China genera también riesgos de estabilidad financiera, con potenciales efectos económicos negativos sobre ese país y el resto del mundo.

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 que la contemplada en el escenario central de los términos de intercambio. En principio, una situación como esta generaría presiones a la baja en la inflación total, siempre y cuando los efectos sobre el tipo de cambio no las compensen, como se menciona más adelante.

Demanda interna menor que la prevista en la senda central: con información a agosto, la producción industrial seguía retrocediendo en términos anuales. La senda central de pronósticos supone el fin de la contracción en este sector, algo que podría ser optimista a la luz de los datos disponibles más recientes. Es posible que el crecimiento estimado de los socios comerciales, menor que el del año pasado, junto con una mayor competencia de productos importados, tengan un impacto en el ritmo de crecimiento de la industria mayor que el aquí previsto, por lo menos para lo que resta del año. Esto, por supuesto, tendría consecuencias sobre el empleo y el ingreso de los hogares y, en últimas, sobre la demanda. Por otro lado, la expansión contemplada en la senda central para la inversión en obras civiles hacia 2014 puede resultar alta, si se tienen en cuenta los cuellos de botella que ha venido enfrentando esta actividad, como por ejemplo la lentitud en el otorgamiento de licencias ambientales, la poca disponibilidad de tierras en zonas urbanas y la limitada capacidad de ejecución. Finalmente, existe la posibilidad de un consumo privado menor al considerado en la senda de pronóstico del escenario central para el tercer trimestre de 2013 debido a la caída que registró el indicador de confianza

La inversión en obras civiles podría seguir enfrentando cuellos de botella en 2014.

Aumentó la incertidumbre acerca de la fijación de precios de algunos bienes y servicios regulados.

del consumidor en agosto y septiembre. Todo lo anterior generaría menores presiones de demanda sobre los precios, sobre todo de los bienes no transables, frente a lo contemplado en la senda central de pronóstico.

Menores alzas en los precios de los regulados: la incertidumbre acerca de la fijación del precio de algunos regulados ha aumentado en los últimos meses (Ver Recuadro 3). En el caso de la gasolina, la senda central de pronóstico supone que no hay aumentos en su precio durante 2014, teniendo en cuenta que se estima un descenso en el precio internacional y alguna presión proveniente del tipo de cambio. Sin embargo, recientemente se han producido cambios en la forma como se establece el precio interno en función de las variables externas, por lo que estas modificaciones, en un entorno de reducciones en los precios internacionales, puede conducir a caídas en el precio interno que no han sido contempladas. Con respecto a las tarifas de servicios públicos, es posible que en todas ellas, excepto las de telecomunicaciones, se presenten rebajas a partir de 2014, si el proyecto de Ley 101 de 2012, que pretende eliminar el cargo fijo de los servicios públicos domiciliarios, es aprobado¹⁷. Por otra parte, para ese año se espera que comience a operar el nuevo marco tarifario para el aseo, anunciado por el Ministerio de Vivienda en junio pasado y que beneficiaría con reducciones en la tarifa a más del 80% de la población, situada en cerca 350 municipios del país¹⁸. Estas dos posibilidades tampoco fueron consideradas plenamente en la senda central de pronósticos para la inflación que se presenta en este informe.

Por su parte, los principales riesgos al alza son:

Incrementos del riesgo internacional y una depreciación del tipo de cambio mayores a los contemplados: puede haber presiones al alza sobre el tipo de cambio, mayores que las ya observadas, en caso de que el desmonte del programa de estímulo monetario por parte de la Fed genere aumentos importantes y permanentes en las primas de riesgo de las economías emergentes, incluida la colombiana. En este informe se espera que la implementación del desmonte de dicho programa no tenga efectos cambiarios bruscos sobre las monedas de la región, pues se supone que se anuncia con suficiente antelación, que ocurriría de forma gradual y que obedecería al comportamiento de los fundamentales y de la dinámica económica de los Estados Unidos, algo en principio beneficioso para Colombia y el resto de América Latina. Pese a ello, y aun teniendo en cuenta que la vulnerabilidad frente a caídas en los flujos de capitales puede ser menor a la de otros países (Ver Recuadro 1), no se puede descartar una reacción más fuerte del peso colombiano, sobre todo teniendo en cuenta lo sucedido en meses anteriores. Una mayor depreciación del peso generaría presiones alcistas sobre los costos de materias primas y alimentos importados, sobre el precio interno de la gasolina y, en general, sobre los pre-

Varias tarifas de servicios públicos podrían presentar rebajas en 2014.

17 Este proyecto de Ley ya fue aprobado en un primer debate, el día 29 de mayo de 2013, por la Comisión VI del Senado de la República de Colombia.

18 Véase: <http://www.minvivienda.gov.co/Prensa/Noticias2013/Paginas/Con-nuevo-marco-tarifario-para-aseo,-Gobierno-busca-mejores-beneficios-para-los-usuarios.aspx>

*Aún persisten riesgos
al alza en los precios
de los alimentos.*

cios de los bienes transables, mayores que los previstos. Es importante mencionar que estos efectos al alza podrían primar sobre las presiones bajistas provenientes de un menor desempeño económico global, contrario a lo que sucedió entre 2008 y 2009, debido a que en esta oportunidad la economía colombiana no se encontraría operando significativamente por debajo de su potencial.

Aumentos importantes en el precio de los alimentos: a pesar de que la disminución reciente en los precios internacionales de materias primas y las que se prevén para 2014 (como en el caso del petróleo) pueden tener efectos a la baja en el IPC de alimentos y de que las condiciones de oferta agropecuaria interna siguen siendo favorables, aún persiste un riesgo al alza en el precio de los alimentos, que en este informe es mayor al considerado hace un trimestre. Por un lado, es posible que los bajos precios relativos de la actualidad desestimen la producción y generen alzas en los precios de los alimentos perecederos en 2014, haciendo más marcado el ciclo normal de esta actividad, por encima de lo previsto en este informe. Por otra parte, la caída del hato ganadero, estimado en 500 mil reses en los dos últimos años, de acuerdo con la Federación Colombiana de Ganaderos (Fedegan), junto con el aumento del sacrificio en lo corrido del año, podría traer una reducción de la oferta de carne y precios al alza en los próximos meses. Adicionalmente, las medidas de salvaguardia y de precios mínimos para la compra de cultivos, recientemente implementadas en algunos productos, pueden conducir también a precios mayores que los previstos^{19, 20}.

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

19 Véase el Decreto 2210 del 7 de octubre de 2013, del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo.

20 Véase: [https://www.minagricultura.gov.co/noticias/Paginas/Precio-de-la-carga-de-papa-aument%C3%B3-de-\\$17-000-a-\\$31-800,-gracias-a-programa-de-compras-directas-que-adelanta--Minagricultur.aspx](https://www.minagricultura.gov.co/noticias/Paginas/Precio-de-la-carga-de-papa-aument%C3%B3-de-$17-000-a-$31-800,-gracias-a-programa-de-compras-directas-que-adelanta--Minagricultur.aspx)

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA DE LARGO PLAZO

En el primer semestre el déficit en la cuenta corriente con relación al PIB se amplió, aunque las estimaciones sugieren que para todo 2013 sería similar al de 2012. Lo anterior ha ocurrido junto con una tendencia hacia la depreciación real, acentuada en mayo después del anuncio de una eventual reducción en la compra de activos por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

En el segundo trimestre de 2013 en el contexto interno los precios de la vivienda nueva y usada volvieron a presentar altas tasas reales de crecimiento. La expansión real del crédito, que a lo largo del año se había desacelerado, en septiembre mostró una tendencia a estabilizarse en una tasa superior al aumento real del PIB estimado para 2013.

Si los países desarrollados empiezan una normalización ordenada de su política monetaria, ello podría aumentar el costo del financiamiento externo. También contribuiría a disminuir los posibles desbalances macroeconómicos originados por una política monetaria internacional expansiva.

La reciente crisis financiera internacional mostró que las acciones de política monetaria realizadas para alcanzar una inflación baja y estable son necesarias, mas no suficientes para garantizar un crecimiento sostenido de la economía. Aún si se alcanza una inflación baja y estable, existe el riesgo de que se conformen desbalances macroeconómicos, cuya corrección futura puede implicar pérdidas considerables en términos de producto, empleo y bienestar. Por esta razón, la política monetaria, en coordinación con la política económica general, debe considerar monitorear la posible formación de desequilibrios.

En los últimos años diversos organismos internacionales, bancos centrales y analistas han incorporado en su agenda el seguimiento de posibles fuentes de vulnerabilidad, así como la construcción de indicadores para monitorear desbalances y el diseño de políticas para evitarlos²¹. La divulgación de estos análisis puede

La política monetaria, en coordinación con la política económica general, debe monitorear la posible formación de desequilibrios macroeconómicos.

21 Por ejemplo, el FMI, el BIS, el Banco Central Europeo, entre otros.

considerarse como una política macroprudencial en sí misma, ya que permite a los agentes tomar decisiones con mayor información.

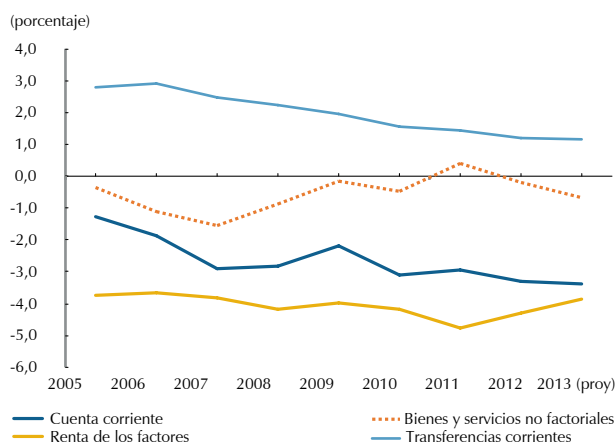
En esta dirección, en el presente capítulo se hace un seguimiento a algunas variables identificadas como claves para detectar vulnerabilidades macroeconómicas. Así mismo, se presenta el índice de desbalances macroeconómicos (IDM), que combina las estimaciones de los desalineamientos de la cuenta corriente, de la tasa de cambio real, del crédito y del precio de la vivienda. Dicho indicador es una herramienta más que complementa el análisis de la situación económica general y de las variables individuales.

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

Como se mencionó en el primer capítulo de este informe, durante el primer semestre del año el déficit de la cuenta corriente se amplió frente a lo registrado en el mismo periodo de 2012 (3,3% del PIB frente a 2,9%). Lo anterior ocurrió tanto

por la reducción generalizada de los precios de los principales productos de exportación (con excepción del petróleo), como por los choques de oferta observados en el sector minero a comienzos de año.

Gráfico 48
Cuenta corriente por componentes como porcentaje del PIB

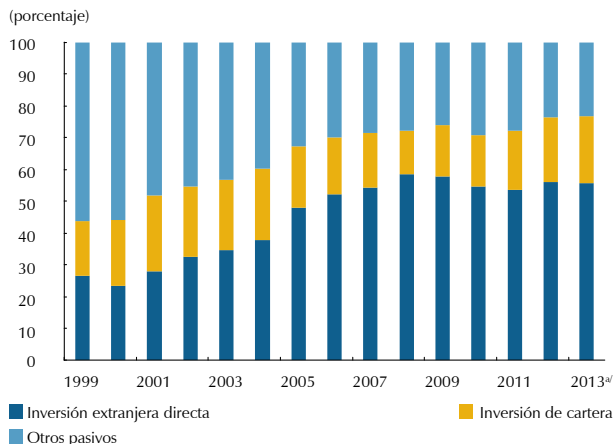


Fuente: Banco de la República.

Para todo 2013 se espera una leve ampliación del déficit externo, asociado principalmente con un menor superávit comercial (Gráfico 48). Sin embargo, frente a los pronósticos presentados en informes anteriores, la magnitud del déficit esperado para 2013 se ha reducido, debido, en parte, a la pérdida de dinamismo de las importaciones en lo corrido del año y al mejor comportamiento observado de las exportaciones de petróleo. Esto último, explicado por un precio internacional del crudo que se ha mantenido en niveles altos por las tensiones geopolíticas, especialmente en Siria. Si dichas condiciones cambian y el precio del petróleo cae, los términos de intercambio podrían reducirse y, por tanto, caerían ingresos externos del país.

En materia de financiamiento externo, si bien es factible que en lo que resta del año y en 2014 la liquidez internacional siga siendo amplia, la probabilidad de que la Fed inicie el desmonte gradual del estímulo monetario no es despreciable. Tampoco se pueden descartar incrementos en las primas de riesgo internacional debido, por ejemplo, a demoras en el acuerdo sobre el techo de la deuda en los Estados Unidos. Estos escenarios podrían encarecer el acceso a crédito externo y afectar los flujos de capital hacia las economías emergentes, entre ellas Colombia. Los impactos de estos escenarios dependerán de varios factores, entre ellos la velocidad a la que se realice el desmonte del estímulo monetario, del ritmo de recuperación de la economía global, la composición del financiamiento externo de

Gráfico 49
Composición pasivos externos



a/ Saldo de los pasivos externos al 30 de junio de 2013.
Fuente: Banco de la República.

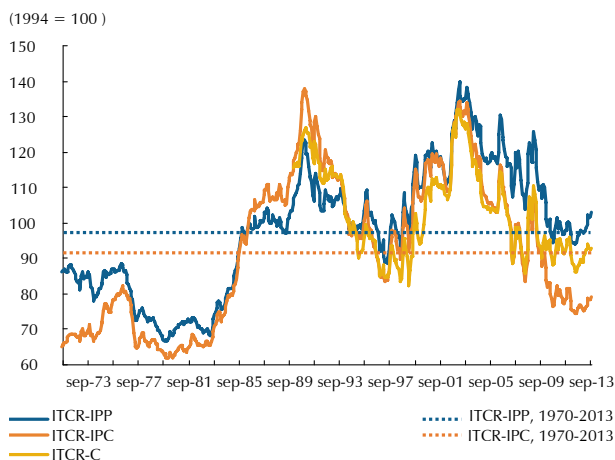
cada economía y el espacio monetario y fiscal de cada país (ver recuadro 1).

En el caso colombiano, como viene sucediendo desde hace ocho años, el déficit en la cuenta corriente de 2013 está siendo financiado principalmente por IED, flujo que puede considerarse como menos susceptible a choques externos que induzcan salidas repentinas de capital, dado que este tipo de financiamiento se suele catalogar como de más largo plazo (Gráfico 49). De la misma manera, las mayores reservas internacionales, que al final de año alcanzarían un valor cercano a los US\$44 mm (11,7% del PIB estimado)²², representan un respaldo adicional en el momento de suavizar los impactos de un choque externo adverso. Lo anterior, junto con los recursos de la línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional por US\$5,84

mm, estaría disponible en el caso de que se presente un fuerte deterioro de las condiciones externas.

La flexibilidad cambiaria y una inflación baja con expectativas ancladas en la meta de largo plazo son algunas de las ventajas del país que le permitirían “amortiguar” los choques externos adversos sobre la balanza de pagos. Por ejemplo, depreciaciones nominales y reales generadas por un incremento no esperado en la prima de riesgo del país, podrían incentivar las exportaciones y desalentar la demanda por importaciones, situaciones que contribuirían a suavizar el choque sobre la cuenta corriente.

Gráfico 50
Tasas de cambio real y promedios históricos



Fuente: Banco de la República.

Desde los primeros meses de 2013 la tasa de cambio real (TCR) ha presentado una tendencia a la depreciación (Gráfico 50), que se acentuó en junio y julio luego del anuncio de la Fed, y que ha llevado a una corrección del desalineamiento de la TCR. A pesar de que dicha depreciación se ha moderado en los últimos meses, estimaciones recientes del Banco de la República señalan que dicho desbalance continuará corrigiéndose, dadas las expectativas de menor liquidez internacional.

22 En septiembre de 2013 la Junta Directiva del Banco de la República decidió ajustar el programa de compra de reservas internacionales y acumulará hasta US\$1.000 m entre octubre y diciembre.

Gráfico 51
Índice de precios de la vivienda relativos al IPC

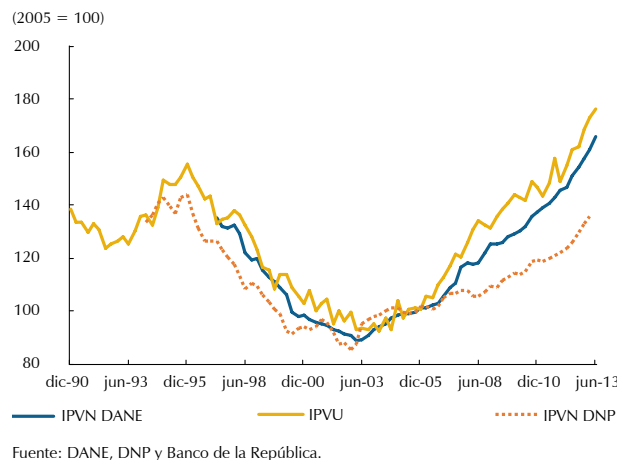


Gráfico 52
Disposición a comprar vivienda

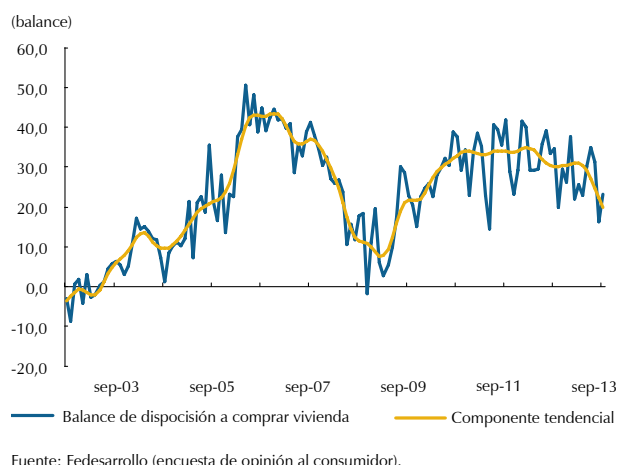
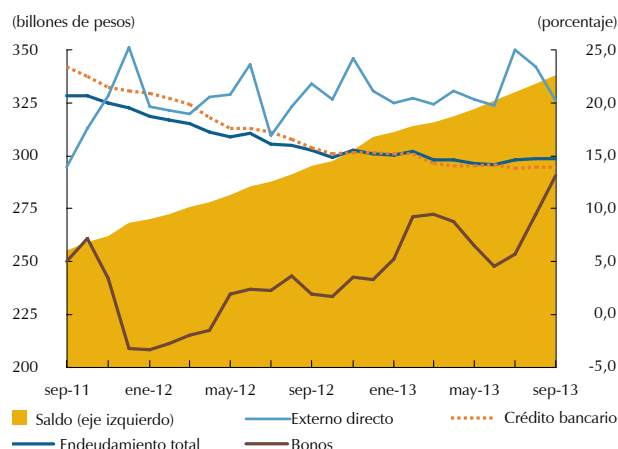


Gráfico 53
Endeudamiento total^{a/}
(variación anual, promedio mensual)



B. PRECIOS DE LA VIVIENDA

En el segundo trimestre de 2013, y por tercer período consecutivo, los precios de la vivienda nueva y usada (relativos al IPC) presentaron variaciones anuales alrededor de, 10%. Así mismo, de acuerdo con algunos indicadores, dichos precios acumulan incrementos reales de más de 50% frente a lo observado en 2005 (Gráfico 51). Como se ha mencionado en informes anteriores, el aumento en los precios de la vivienda registrado en los últimos años también ha ocurrido en otros países emergentes como Chile y Perú.

Además de los factores internos de demanda y oferta, el aumento en los precios de la vivienda en países emergentes ha estado impulsado, en parte, por la amplia liquidez internacional. Así, en la medida en que la política monetaria de las economías avanzadas empieza a normalizarse, otros activos podrían tener mejores perspectivas de rentabilidad y contribuirían a disminuir las presiones sobre los precios de la vivienda. Al respecto, cálculos de Asobancaria²³ muestran que el retorno de dicha inversión en Colombia ha caído en los últimos años; de la misma manera, la encuesta de opinión de Fedesarrollo muestra que la disposición a comprar vivienda ha tenido una tendencia decreciente desde mediados de 2012 (Gráfico 52).

C. ENDEUDAMIENTO

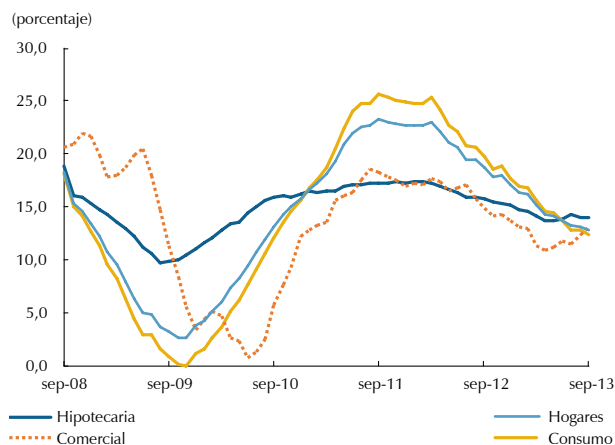
La dinámica reciente del endeudamiento privado ha estado determinada por una importante aceleración en la emisión de bonos²⁴, por un crecimiento alto y sostenido del endeudamiento externo directo (alrededor de 21% anual en septiembre de 2013) y por una estabilidad en el crecimiento del crédito bancario total, cercano a 14% (Gráfico 53).

Desde finales de 2011 el crecimiento del endeudamiento externo directo ha sido superior al del total

23 Asobancaria (2013). *Semana Económica*, 21 de octubre.

24 En diciembre de 2012 el saldo de bonos creció 3,3% anual y en septiembre dicho crecimiento fue del 13,2%, principalmente por las emisiones de Ecopetrol y Emgesa.

Gráfico 54
Cartera del sistema financiero
(variación anual, promedio mensual)



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

y ha ganado importancia de manera progresiva en el fondeo del sector privado, en especial el de las empresas (pasó de participar 11,9% en diciembre de 2011 a ser 13,1% en septiembre de 2013). Si bien esto muestra una mayor integración del país en el mercado de crédito internacional, aquellas firmas que tienen sus ingresos en pesos y no disponen de un cubrimiento cambiario adecuado de su deuda en moneda extranjera pueden presentar dificultades si se llegara a presentar una fuerte depreciación no esperada del peso.

El crédito bancario (en moneda nacional y extranjera) que se venía desacelerando desde el último trimestre de 2011²⁵, se estabilizó durante el tercer trimestre de 2013 en una tasa cercana al 14%. Ello ha sido producto de una leve aceleración en el tipo comercial, principalmente por la cartera en moneda nacional, y por un

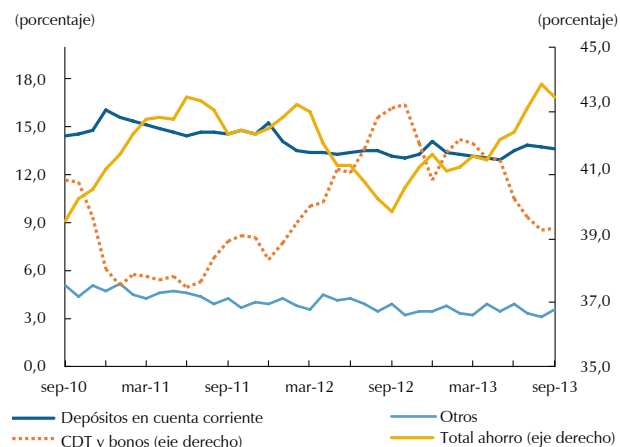
menor ritmo de aumento en el crédito de consumo. El crecimiento de la cartera hipotecaria ha estado relativamente estable (Gráfico 54)

Las perspectivas de una posible menor liquidez internacional y la depreciación real observada han incidido en las decisiones de crédito de las empresas. Es así como desde mediados de año, la cartera bancaria comercial ha registrado una re-

composición en favor de los préstamos en pesos y a plazos largos (véase Recuadro 4). Esta mayor demanda por préstamos en moneda nacional junto con el deterioro en la calificación crediticia de algunos clientes (especialmente en microcrédito) explicaría, en parte, el leve aumento en las tasas de interés de los créditos ordinarios.

Por último, recientemente también se ha observado un incremento en el descalce entre los plazos de crédito y las fuentes de financiamiento del sistema financiero. En efecto, los pasivos sujetos a encaje (PSE) han venido cambiando su composición hacia depósitos a la vista y certificados de depósito a término (CDT) de corto plazo (Gráfico 55), mientras que los nuevos desembolsos de cartera comercial han aumentado su plazo.

Gráfico 55
Pasivos sujetos a encaje
(participación dentro del total)

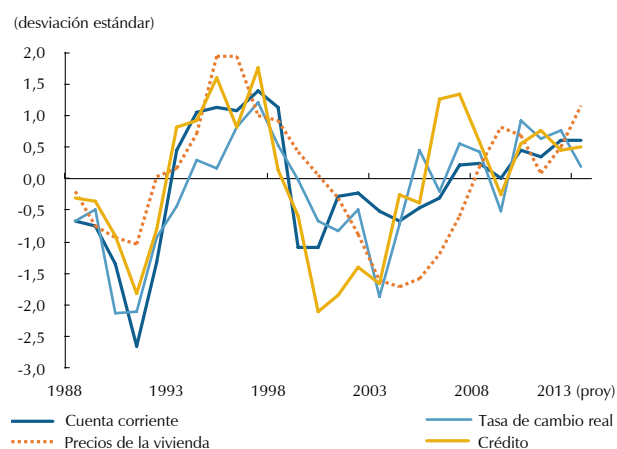


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos Banco de la República.

D. ESTIMACIONES DE LARGO PLAZO E ÍNDICE DE VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA (IDM)

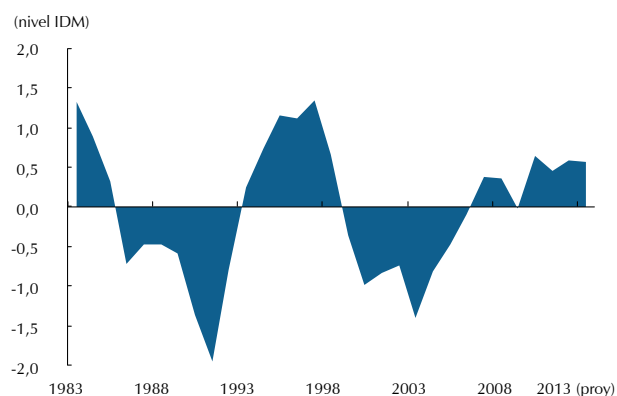
El equipo técnico del Banco de la República realiza algunas estimaciones de los valores de largo plazo de las variables descritas, las cuales complementan el análisis sobre posibles vulnerabilidades y formaciones de desbalances macroeconómicos²⁶.

Gráfico 56
Desbalances individuales del índice de desbalance macroeconómico
(series estandarizadas)



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

Gráfico 57
Índice de desbalance macroeconómico



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

Para 2013 las diferencias entre los valores observados y el nivel estimado de largo plazo continúan sugiriendo desequilibrios²⁷. En la cuenta corriente y el crédito la magnitud es similar a la estimada para el año 2012, mientras que en la TCR se observó una corrección importante. En los precios de la vivienda las nuevas estimaciones sugieren una ampliación del desalineamiento con respecto al del año pasado (Gráfico 56).

Al combinar estas brechas estandarizadas, la estimación del IDM para 2013 se mantuvo en un nivel similar al de 2012 (Gráfico 57). Frente a la estimación presentada en el *Informe sobre Inflación* de julio de 2013, hay una ligera reducción, explicada principalmente por las menores brechas en la cuenta corriente y en la TCR.

Así, según este indicador, el actual tamaño del desequilibrio agregado sería bastante menor que el observado a finales de los años noventa, aunque su duración podría ser similar. Adicionalmente, comparado con dicho período, algunos elementos sugieren que la economía colombiana podría estar en mejores condiciones para enfrentar un choque externo. Entre estos se destacan una composición del financiamiento de la cuenta corriente más concentrado en IED, una mayor flexibilidad cambiaria, una inflación baja y con expectativas ancladas en la meta de largo plazo y un sistema financiero saludable. Adicionalmente, los diferentes indicadores de reservas internacionales son superiores y los de deuda pública son más robustos. Pese a lo anterior, es recomendable continuar monitoreando estas variables, en especial, cuando las estimaciones sugieren que los desequilibrios podrían llegar a ser más persistentes.

26 Para una explicación detallada de las diferentes medidas de largo plazo y del índice de desbalance macroeconómico, véase Arteaga, Huertas y Olarte (2012).

27 Dado que la brecha de la tasa de cambio real se define como la diferencia entre el nivel de largo plazo y el observado, los niveles positivos implican, para todas las variables, la presencia de desbalances.

Recuadro 4

COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE DEPÓSITOS Y CRÉDITO ANTE EXPECTATIVAS DE MENOR LIQUIDEZ INTERNACIONAL

Luis Hernán Calderón López*

Desde la crisis financiera de 2008 los programas de estímulos monetarios en los países desarrollados generaron una alta liquidez internacional, que en varios países emergentes se tradujo en una apreciación de sus monedas y en aumentos significativos del crédito. En mayo de 2013 el anuncio de la Reserva Federal (Fed) sobre un posible inicio del desmonte de dicho estímulo generó un incremento en las tasas de interés de mercado internacionales y una ola de depreciaciones de las monedas y de los valores de los títulos de deuda de las economías en desarrollo.

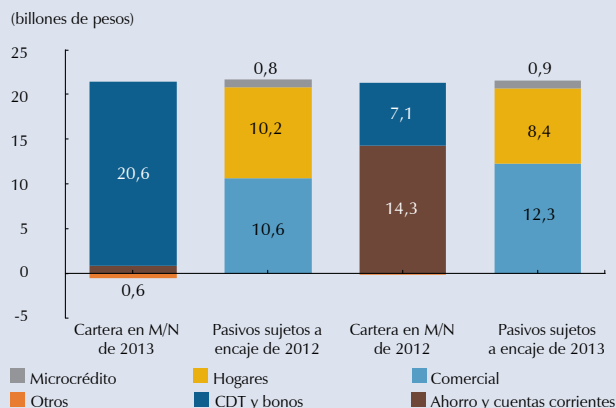
En Colombia, desde el anuncio de la Fed, tanto las distintas medidas de riesgo país como las expectativas de devaluación del promedio de analistas del mercado aumentaron. Entre abril y junio de 2013 el peso se devaluó 6,4% y los TES se desvalorizaron en promedio 100 pb y 200 pb en los tramos corto y largo de la curva, respectivamente. En la misma línea, en el tercer trimestre el sector real disminuyó sus monetizaciones de moneda extranjera.

En cuanto a los agregados monetarios y crediticios su dinámica se recompuso. En efecto, al comparar la evolución de algunas variables del sistema financiero colombiano en lo corrido del año hasta septiembre frente al mismo período de 2012, se aprecian cambios que apuntan a que los agentes económicos podrían estar conformando expectativas de unas condiciones financieras menos expansivas.

En los pasivos sujetos a encaje (PSE) se ha observado en el margen una recomposición de los agentes hacia depósitos de corto plazo. En lo corrido del presente año hasta septiembre (Gráfico R4.1), el componente captado a la vista (cuentas corrientes y depósitos de ahorro) representó un 67,4% (\$14,3 b) del aumento total de los depósitos, un incremento significativo frente a lo observado en igual período del año anterior (3,8% y \$0,8 b). Adicionalmente, dentro de los depósitos a plazo (CDT y bonos) en 2013 los captados a más de dieciocho meses representaron solo 4,9% (\$0,4 b) frente a 70,9% (\$12,8 b) del año anterior (Gráfico R4.2).

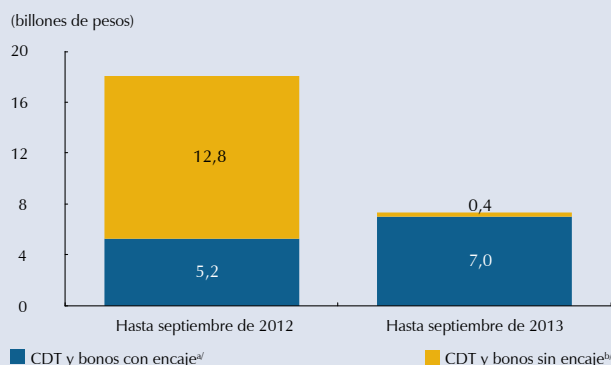
Si bien la tasa de política promedio en 2013 (3,48%) fue menor que la de 2012 (5,08%) —lo que se reflejó en las tasas de interés de los intermediarios financieros (Gráfico

Gráfico R4.1
Cartera en M/N y pasivos sujetos a encaje
(variación año corrido hasta septiembre de 2012 y 2013)



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

Gráfico R4.2
CDT y bonos
(variación año corrido hasta septiembre de 2012 y 2013)



a/ Plazo hasta 18 meses.

b/ Plazo mayor a 18 meses.

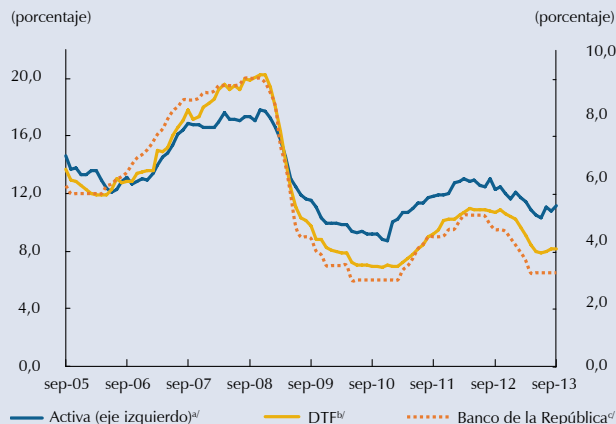
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

R4.3)—, esta diferencia no parecería ser suficiente para explicar un cambio de esta magnitud en la composición de las captaciones. Por ejemplo, en 2011, cuando la tasa de interés promedio de política fue de 3,78%, la contribución de los depósitos a plazo fue de 60,2%, mucho más alta que la observada recientemente. Además, la actual diferencia entre la tasa de interés de política y la tasa de interés promedio de captación de CDT es mayor que la de 2011, a pesar de que los CDT también se han concentrado en menores plazos.

En cuanto a la cartera, también se observaron cambios que sugieren unas perspectivas de menor liquidez internacional y preferencias por financiación a mayor plazo. En primer lugar, desde finales del segundo trimestre la cartera comercial en mo-

* El autor es profesional experto en Sector Financiero, del Departamento de Programación e Inflación, agradece los comentarios de Gloria I. Sarmiento B. Sus opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Gráfico R3.3
Tasas de interés del mercado

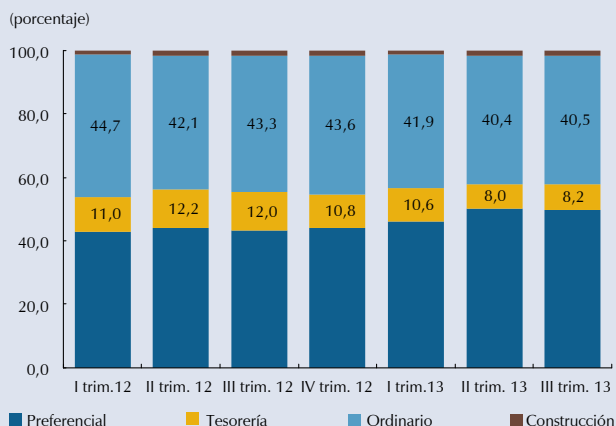


a/ Promedio ponderado para los desembolsos de los créditos ordinario, preferencial, de tesorería y consumo.
b/ Indicador de la captación de CDT a 90 días.
c/ Tasa de repos del Banco de la República.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

neda nacional repuntó y el componente en moneda extranjera se contrajo. Desde el 26 de abril de 2013 esta última modalidad ha disminuido su saldo paulatinamente y al 4 de octubre representó una contracción de 6,4% (US\$653 millones).

En segundo lugar, la dinámica de la cartera comercial en moneda nacional ha sido liderada por desembolsos de créditos preferenciales¹, cuya participación ascendió a un promedio de 50% entre abril y septiembre de 2013, frente a 43,5% del año anterior (Gráfico R4.4). Dentro de esta modalidad ganaron importancia los desembolsos entregados a plazos mayores a tres años, llegando al 31,5% en el tercer trimestre frente al 22,6% en el primer trimestre de 2013 y el 20,2%

Gráfico R4.4
Desembolsos trimestrales de crédito comercial en 2012 y 2013 (participación)



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

1 Son aquellos en los que se negocia la tasa de interés.

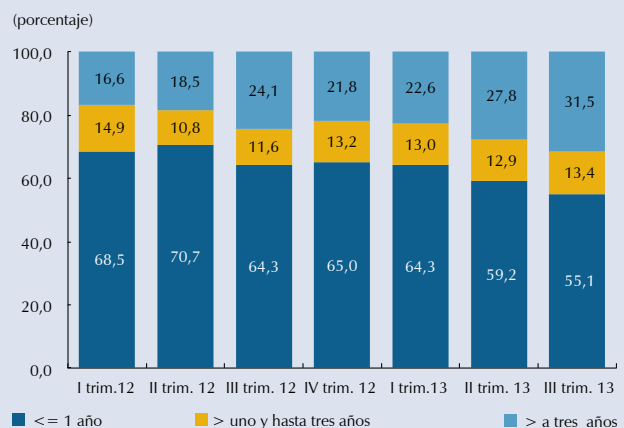
del año anterior (Gráfico R4.5). Adicionalmente, durante el tercer trimestre se reactivaron las colocaciones de bonos por parte de las empresas, aumentando su saldo en \$2 b.

De manera que en los últimos dos trimestres ganó participación el endeudamiento en moneda nacional a mayor plazo de empresas grandes y bien calificadas por el sistema financiero.

En línea con lo anterior, también se observó que los préstamos de tesorería, modalidad preferencial con plazo menor a un mes, perdió participación durante los dos últimos trimestres. Así mismo, los créditos ordinarios perdieron dinamismo en el tercer trimestre en comparación con el segundo (desembolsos por \$14,3 b frente a \$16,4 b) y su tasa de interés promedio mensual se incrementó en 68 pb (de 10,13% en junio a 10,82% en septiembre), sin que mediaran cambios en la estructura de plazos².

En conclusión, desde mayo del presente año, cuando la Fed anunció un posible inicio del retiro del estímulo monetario, el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios sugiere que se podrían estar consolidando expectativas de condiciones de menor liquidez. En particular, se ha observado una preferencia por depósitos a la vista, una recomposición en favor de los préstamos en moneda nacional a plazos largos, dirigidos especialmente al sector corporativo preferencial, además de aumentos en las tasas de interés para créditos ordinarios. Las anteriores reacciones sugieren que, si en 2014 se materializa dicho retiro por parte de la Fed, estas tendencias podrían acentuarse.

Gráfico R4.5
Desembolsos trimestrales de crédito preferencial por plazos en 2012 y 2013 (participación)



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

2 La participación de los desembolsos con plazo hasta un año fue de 45,8% en junio y de 45,6% en septiembre, y con plazo mayor a un año de 54,2% en junio y de 54,4% en septiembre.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este Anexo se presentan las proyecciones más recientes realizadas por analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2013 y 2014. Al momento de la consulta los agentes contaban con información a septiembre de 2013. Estas estimaciones se obtienen por medio de una encuesta electrónica y no corresponden con las realizadas por el Banco de la República ni su Junta Directiva.

1. Proyecciones para 2013

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,0%, igual al estimado para el *Informe sobre Inflación* anterior. De la misma forma, las

Cuadro A1:
Proyecciones para 2013

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	3,7	2,7	1930	3,95	2,4	9,2
Anif ^{a/}	3,8	2,60	n.d.	3,80	-2,4	10,0
Banco de Bogotá	3,9	2,50	1900	4,00	-0,5	9,9
Bancolombia	3,8	2,60	1898	4,10	-2,6	9,4
BBVA Colombia ^{a/}	4,1	2,68	1895	3,92	-2,5	10,0
Corficolombiana	4,2	2,75	1850	4,00	-1	9,8
Corpbanca ^{b/, c/}	4,0	2,42	1923	4,05	-2,4	10,6
Corredores Asociados	4,2	2,58	1915	3,90	-2,4	9,8
Correval	4,5	2,50	1850	3,80	-1	9,7
Davivienda ^{a/}	4,2	2,35	1890	3,98	2,1	10,0
Fedesarrollo ^{a/}	3,8	2,5	1875	3,78	2,4	10,8
Ultrabursátiles	4,0	2,68	1940	4,05	n.d.	9,7
Promedio	4,0	2,6	1.897	3,9	-0,7	9,9
Analistas externos						
Citi ^{a/}	3,8	2,40	1950	4,10	-2,5	10,1
Deutsche Bank	3,8	2,80	1920	3,25	-1,20	9,9
Goldman Sachs	4,1	3,00	1950	3,25	-2,40	n.d.
JP Morgan	3,8	3,00	n.d.	3,25	-1,20	10,2
Promedio	3,9	2,8	1.940	3,5	-1,8	10,1

n.d. no disponible

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

c/ Antiguamente Banco Santander.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2014

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	3,3	3,80	2000
Anif	4,5	3,00	n.d
Banco de Bogotá	4,5	2,95	1900
Bancolombia	4,4	3,00	1976
BBVA Colombia	4,7	3,25	1900
Corficolombiana	5,0	3,20	1875
Corpbanca ^{a/}	4,4	3,01	1919
Corredores Asociados	4,8	3,10	1950
Correval	4,6	3,10	1870
Davivienda	4,6	2,74	1920
Fedesarrollo	4,6	3,3	1940
Ultrabursátiles	4,3	2,84	2000
Promedio	4,5	3,1	1.932
Analistas Externos			
Citi	4,5	3,00	1961
Deutsche Bank	4,5	3,5	2000
Goldman Sachs	4,8	3,0	2055
JP Morgan	4,5	3,0	n.d.
Promedio	4,6	3,1	2.005

n.d. no disponible.

a/ Antiguo Banco Santander.

Fuente: Encuesta Electrónica.

entidades extranjeras consultadas mantienen la proyección de una expansión promedio del PIB de 3,9%.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales y extranjeros prevén un incremento de 2,6% y 2,8% en los precios al finalizar el año, respectivamente. Este valor se encuentra dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2013 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de \$1.897, frente al \$1.904 estimado en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los \$1.940 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 3,9%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 9,9%, manteniéndose inalteradas las proyecciones con respecto al informe anterior.

2. Proyecciones para 2014

Para 2014 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 4,5% y los extranjeros uno de 4,6%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,1%. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de \$1.932 y \$2.005, respectivamente.