



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

Junio de 2013

ISSN - 1657 - 7973



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

Junio de 2013\*

\* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,  
para su reunión del 26 de julio 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 JDBR procederá a modificar la postura de su política, principalmente mediante cambios en las tasas de interés de intervención (tasas de interés de las operaciones de liquidez de corto plazo del Banco de la República).

## COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

# CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I.    Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Coyuntura internacional	15
B. Balanza de pagos	23
II.   Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	27
A. El PIB en el primer trimestre de 2013	27
B. Pronóstico de corto plazo para el PIB	31
Recuadro 2: Efectos calendario sobre la actividad económica en Colombia	37
III.  Desarrollos recientes de la inflación	41
A. La inflación básica	43
B. Inflación de alimentos	45
IV.   Pronósticos de mediano plazo	47
A. Crecimiento económico	47
B. Inflación	51
V.    Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	58
A. Cuenta corriente	59
B. Tasa de cambio real	60
C. Precios de la vivienda	60
D. Endeudamiento financiero de las empresas y de los hogares	62
E. Estimaciones de largo plazo	63
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	64

# ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índices de actividad real de la zona del euro (Purchasing Managers Index: PMI)	16
Gráfico 2	PIB real de los Estados Unidos	17
Gráfico 3	Variación anual del PIB real de China	17
Gráfico 4	Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina	17
Gráfico 5	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	18
Gráfico 6	Índices de los precios internacionales del carbón, níquel y café	18
Gráfico 7	Índice de términos de intercambio de Colombia	
Gráfico 8	Índices accionarios globales	19
Gráfico 9	Índice de tasa de cambio nominal para algunas economías de América Latina	19
Gráfico 10	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	20
Gráfico 11	Exportaciones totales	23
Gráfico 12	Importaciones FOB totales	24
Gráfico 13	Exportaciones industriales y otros	24
Gráfico 14	Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto	24
Gráfico 15	Importaciones de bienes (FOB)	25
Gráfico 16	Producto interno bruto	27
Gráfico 17	Muestra mensual del comercio al por menor	32
Gráfico 18	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	32
Gráfico 19	Tasas de interés reales de los hogares	33
Gráfico 20	Producción cafetera trimestral	34
Gráfico 21	Índice de producción industrial sin trilla de café	34
Gráfico 22	Imaco: líder 5 meses del PIB	35
Gráfico 23	Inflación total al consumidor	41
Gráfico 24	IPP por procedencia	43
Gráfico 25	Salarios nominales	43
Gráfico 26	Indicadores de inflación básica	44
Gráfico 27	IPC de regulados y sus componentes	44
Gráfico 28	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	44
Gráfico 29	IPC de no transables	45
Gráfico 30	IPC de alimentos	45
Gráfico 31	IPC de alimentos por grupos	46
Gráfico 32	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	50
Gráfico 33	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	51
Gráfico 34	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	51
Gráfico 35	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	52
Gráfico 36	Inflación observada y expectativas de inflación	53
Gráfico 37	Expectativas de inflación derivadas de los TES (a dos, tres, cinco y diez años)	53
Gráfico 38	<i>Fan chart</i> de la inflación total	55
Gráfico 39	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	55
Gráfico 40	Componentes de la cuenta corriente	59
Gráfico 41	Posición de inversión internacional	60
Gráfico 42	Composición de la posición de la inversión internacional	60

Gráfico 43	Índices de tasa de cambio real	60
Gráfico 44	Variación anual de los índices de tasa de cambio real	60
Gráfico 45	Tasas de cambio real y promedios históricos	61
Gráfico 46	Precios de la vivienda relativos al IPC, Colombia	61
Gráfico 47	Variación anual de los precios de la vivienda relativos al IPC	61
Gráfico 48	Precios de la vivienda relativo al IPC, Chile, Perú y Colombia	61
Gráfico 49	Crédito a los hogares sobre ingreso disponible de los hogares	62
Gráfico 50	Oferta y ventas de vivienda	62
Gráfico 51	Endeudamiento total	62
Gráfico 52	Crecimiento de la cartera vencida	63
Gráfico 53	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	63
Gráfico 54	Índice de desbalance macroeconómico (IDM) y crecimiento del PIB	63

## 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	22
Cuadro 3	Proyección de la balanza de pagos de Colombia	26
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	28
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	30
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	42



# EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Durante el primer semestre de 2013 el comportamiento de la demanda externa fue algo más débil de lo previsto. En los Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, el mayor gasto privado está siendo parcialmente contrarrestado por la consolidación fiscal, lo cual ha llevado a una leve disminución en la proyección del crecimiento de ese país. La contracción europea persiste, mientras que en Japón se observa una rápida recuperación de la actividad productiva. La expansión de buena parte de las economías emergentes de Asia y América Latina continúa siendo robusta, aunque menor a la prevista.

La débil demanda de los países desarrollados, la desaceleración de la economía china y algunos factores de oferta se han reflejado en menores precios internacionales de los principales productos básicos, lo cual ha deteriorado el valor de las exportaciones y los términos de intercambio de los países productores de estos bienes.

En el segundo trimestre de 2013 la Reserva Federal anunció la posibilidad de disminuir los montos de compras de activos financieros, pero condicionada a una recuperación de la actividad económica, en especial si mejora su mercado laboral. Ante este anuncio, la volatilidad en los mercados de valores se incrementó, las tasas de largo plazo de los bonos aumentaron, los indicadores que miden el riesgo de los países se deterioraron y el dólar se fortaleció. Estas reacciones, que fueron más acentuadas en los países emergentes, se revirtieron parcialmente en julio.

Para el segundo semestre se espera que la actividad económica mundial se siga recuperando, aunque de una forma más lenta que lo previsto. En consecuencia, para 2013 el crecimiento promedio de nuestros socios comerciales y el nivel de los términos de intercambio podrían ser inferiores a los promedios registrados en 2012. La disponibilidad de crédito externo y su costo continuarán siendo favorables, aunque con tasas de interés que podrían ser algo más altas que las observadas el año pasado.

La debilidad en la demanda externa y los menores precios internacionales de los bienes básicos se han reflejado en el comportamiento de las exportaciones colombianas. En abril y mayo el nivel de las ventas externas totales en dólares se recuperó, aunque continúa presentando crecimientos anuales negativos. En los mismos meses, la mayor producción de petróleo, ferroníquel y café y el aumento

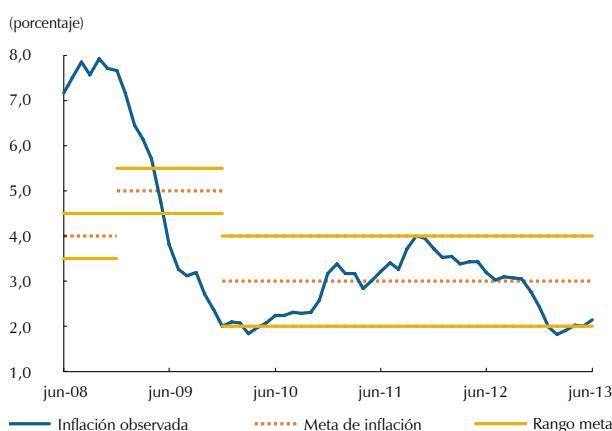
en la tasa de crecimiento de las exportaciones industriales en dólares sugieren unas exportaciones más dinámicas.

En cuanto a la demanda interna, el incremento en la confianza del consumidor y el mayor ritmo de aumento del comercio al por menor indican alguna aceleración del consumo privado en el segundo trimestre. En la inversión, la elevada base de comparación y las caídas en las importaciones de bienes de capital, especialmente en las de equipo de transporte, sugieren que la dinámica de este gasto será menor a la observada en los primeros tres meses del año. Sin embargo, la inversión en construcción debería mostrar un crecimiento importante. Por el lado de la oferta, la aceleración de la economía se origina principalmente en minería, agricultura y comercio. La industria sigue contrayéndose, aunque de forma menos acentuada.

El desempeño de la actividad económica se ha dado junto a un mercado laboral que muestra una tendencia decreciente en la tasa de desempleo. El crédito total se ha desacelerado, pero tiende a estabilizarse en tasas de crecimiento superiores al aumento del PIB nominal estimado para el presente año. Las tasas de interés de los préstamos (exceptuando tarjetas de crédito) se han reducido en una magnitud similar a los descensos de la tasa de política.

Con lo anterior, el equipo técnico estima que el crecimiento del segundo trimestre de 2013 se situará entre 2,5% y 4,0%, con 3,4% como cifra más probable. Para todo el año redujo su pronóstico de crecimiento más factible de 4,3% a 4%, con un rango entre 3,0% y 4,5%. Esta última revisión se explica, en parte, por el comportamiento observado de la economía mundial y el gasto privado, los cuales han sido más débiles de lo previsto. Cabe esperar que el crecimiento económico colombiano aumente a lo largo del año en la medida en que el gasto agregado reaccione a las medidas previas de política monetaria y a los programas que viene ejecutando el gobierno nacional.

**Gráfico A**  
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

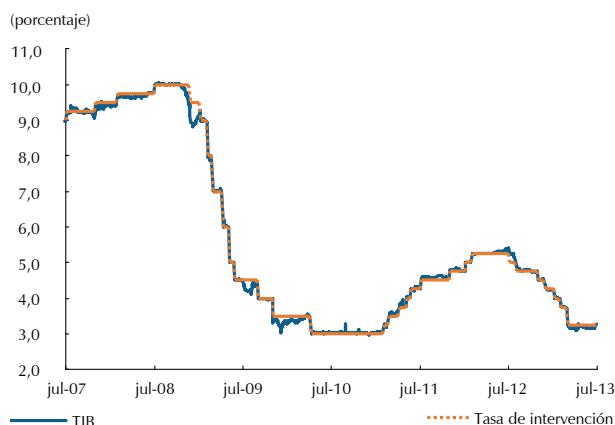
En materia de precios, en el segundo trimestre la inflación anual se situó en la parte baja del rango meta (3% ± 1 pp), después de haber estado levemente por debajo de 2% en los primeros tres meses del año. En junio de 2013 la inflación fue 2,16%, cifra superior en 25 pb a la observada en marzo pasado (Gráfico A).

El comportamiento de los precios en el grupo de regulados, especialmente de la energía, fue el que explicó el incremento de la inflación anual en el segundo trimestre. En los otros grupos: alimentos, transables y no transables sin alimentos ni regulados, se observó una leve desaceleración en sus variaciones anuales. El promedio de inflaciones básicas se mantuvo relativamente estable, con un registro de 2,5% en junio.

En cuanto a las expectativas de inflación, éstas continúan cercanas a la meta de inflación de largo plazo (3%). En julio la expectativa promedio de los analistas a un año se situó alrededor de 3%, mientras que las que resultan de los rendimientos de los TES con plazos a 2, 3 y 5 años se encuentran en un rango entre 2,5% y 3%.

En resumen, los indicadores de actividad económica y sus proyecciones muestran un nivel de producto inferior al que se puede generar con la actual capacidad instalada. Cabe esperar que las acciones de política monetaria y fiscal ejecutadas hasta el momento contribuyan a que en el transcurso del año el producto crezca a un ritmo mayor. La inflación es baja y sus expectativas se encuentran ancladas en la meta de largo plazo (3%).

**Gráfico B**  
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y  
tasa de interés interbancaria (TIB)  
(2007-2013)<sup>a/</sup>



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 26 de julio de 2013.  
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

En este contexto, y con la evaluación del balance de riesgos, desde abril la Junta Directiva consideró apropiado mantener la tasa de interés de intervención en 3,25% (Gráfico B). Las acciones de política monetaria y fiscal adoptadas contribuirán a que en 2013 el producto se sitúe cerca de la capacidad productiva de la economía y a que la inflación vaya convergiendo al 3%.

En mayo pasado la Junta Directiva decidió continuar con el programa de subastas diarias para la compra de reservas internacionales y acumulará, al menos, US\$2.500 millones entre junio y septiembre de este año. La decisión tomó en cuenta, entre otros factores, la reciente evolución de la tasa de cambio y la existencia de una postura monetaria expansiva. Con ello, en lo corrido del año hasta septiembre se alcanzaría un monto de compras de reservas internacionales de, al menos, US\$6.070 millones.

**José Darío Uribe Escobar**  
Gerente General  
Banco de la República



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

**Elaborado por:**

Departamento de Programación e Inflación

Subgerencia de Estudios Económicos

**Gerencia Técnica**

Hernando Vargas  
**Gerente**

**Subgerencia de Estudios Económicos**

Jorge Hernán Toro  
**Subgerente**

**Departamento de programación e inflación**

Carlos Huertas  
**Director**

**Sección de Inflación (\*)**

Adolfo León Cobo  
**Jefe**

Juan Sebastián Amador  
Óscar Iván Ávila  
Édgar Caicedo  
Camilo Cárdenas  
Joan Granados  
Daniel Parra

(\*) En la elaboración de este informe colaboraron Rocío Betancourt (jefa de sección), Carolina Arteaga, Luis Hernán Calderón, Celina Gaitán, Gloria Sarmiento y Jhon Edwar Torres, de la Sección de Programación Macroeconómica; Julián Pérez y Sergio Olarte, asistentes de la Dirección; Eliana González, jefa de la Sección de Estadística; Andrés González (director), Diego Rodríguez (jefe de sección), Christian Bustamante, Ángelo Gutiérrez, y Santiago Téllez del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López, investigador principal de la Unidad de Investigaciones.

# I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

**La economía mundial continuó expandiéndose a un ritmo modesto.** Si bien los países emergentes fueron de nuevo la principal fuente de dinamismo, su crecimiento estaría siendo inferior al esperado en el *Informe sobre Inflación* de marzo.

**En este contexto, los pronósticos de crecimiento** para los socios comerciales fueron revisados a la baja frente a lo estimado hace tres meses.

**La volatilidad de los mercados financieros globales,** principalmente en las economías emergentes, aumentó en mayo y junio después de los anuncios de la Reserva Federal de los Estados Unidos sobre un posible desmonte gradual del programa de estímulo monetario.

**La caída en los precios internacionales de los bienes básicos exportados** por Colombia estaría afectando los términos de intercambio del país.

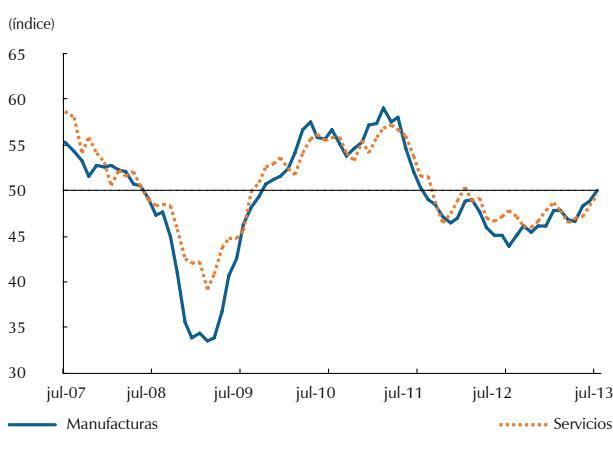
## A. COYUNTURA INTERNACIONAL

### 1. Actividad real

Durante el primer semestre de 2013 la economía mundial continuó expandiéndose a un ritmo moderado, afectada por un pobre desempeño de la industria y del comercio global. Aunque los países emergentes fueron nuevamente el motor de la economía mundial, su crecimiento sería inferior al esperado en el *Informe sobre Inflación* de marzo. El menor impulso del sector externo, junto con una moderación en la demanda interna, explicarían la desaceleración en las tasas de expansión. En relación con las economías desarrolladas, en la zona del euro la contracción económica se mantuvo, pero a un menor ritmo que en trimestres anteriores, mientras que la actividad real siguió expandiéndose en los Estados Unidos gracias al mayor dinamismo del sector privado. Por su parte, en Japón la economía habría empezado a responder de manera positiva a las medidas de estímulo.

En la zona del euro en particular las cifras al segundo trimestre señalan que su ritmo de deterioro se habría reducido, como consecuencia del mejor desempeño de

**Gráfico 1**  
Índices de actividad real de la zona del euro (Purchasing Managers Index: PMI)



Fuente: Bloomberg.

la economía alemana y una menor caída de los países periféricos. Las cifras sobre actividad real relacionadas con la industria, los servicios y las ventas al por menor muestran una contracción menor que la de trimestres anteriores (Gráfico 1). De igual forma, la confianza de empresarios y consumidores mostró una tendencia positiva. Todo esto permite prever que el retroceso económico para estos últimos tres meses sería inferior al observado en el primer trimestre (cuando la economía creció -0,88%, trimestre anualizado [ta]).

A pesar de lo anterior, los resultados en Europa se encuentran por debajo de lo esperado por los analistas, por lo que en los últimos meses los pronósticos de crecimiento para este año y el próximo se revisaron a la baja. Además, las restricciones crediticias, principalmente para las economías de la periferia, permanecieron en los últimos meses debido a la baja expectativa sobre una rápida recuperación de la economía y al deterioro continuo en los mercados de trabajo. Estos hechos siguieron representando un impedimento a la expansión de la oferta y la demanda de crédito.

Por otro lado, es importante señalar que en los últimos meses Grecia tuvo dificultades para privatizar algunas empresas públicas, situación que estaría dificultando el financiamiento de su Gobierno y que podría implicar nuevos ajustes fiscales. A esto se suma el caso de Chipre, donde las condiciones financieras y económicas siguieron deteriorándose, aunque en este caso su efecto sobre la región es menor. Finalmente, las negociaciones sobre el tema de integración financiera continuaron y en junio se hicieron nuevos anuncios sobre el manejo futuro de las crisis bancarias, incluido el que respecta a la recapitalización de la banca comercial.

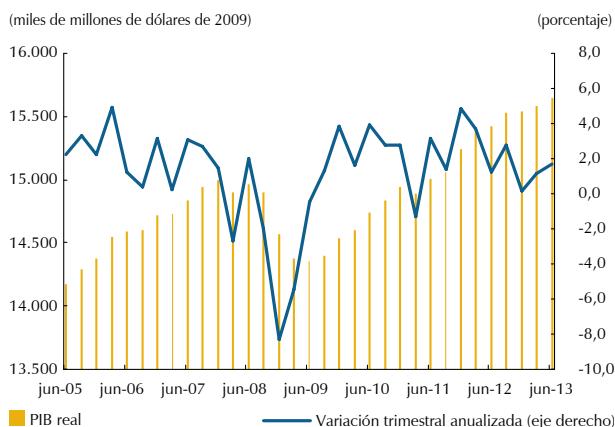
El panorama económico en los Estados Unidos luce menos desalentador. Los indicadores de actividad real para el segundo trimestre evidenciaron que la economía siguió expandiéndose, aunque a un ritmo todavía modesto. Específicamente, las ventas al por menor, la industria y los servicios mostraron señales de crecimiento moderado en este período. Se evidenció una desaceleración en algunos indicadores, lo que responde al impacto del ajuste fiscal.

En relación con el mercado de vivienda estadounidense, su recuperación se mantuvo tanto en precios como en cantidades; sin embargo, los niveles todavía distan mucho de los observados en la primera mitad de la década pasada. Por otro lado, la tasa de desempleo siguió reduciéndose lentamente, en parte por una creación positiva de trabajos, pero también por una caída en la tasa de participación, lo que quizás señala algún desaliento en la fuerza laboral a la hora de buscar empleo, dada la baja probabilidad de encontrar uno que se juzgue apropiado.

Con cifras para el segundo trimestre, y de acuerdo con la revisión metodológica más reciente de sus cuentas nacionales, el producto interno bruto (PIB) de la

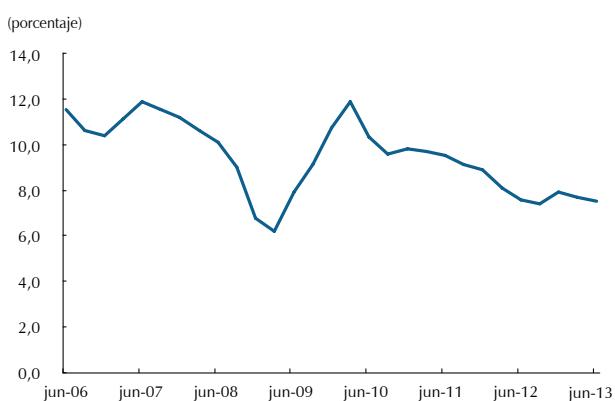
*La economía de los Estados Unidos siguió expandiéndose a un ritmo modesto en el segundo trimestre.*

**Gráfico 2**  
PIB real de los Estados Unidos



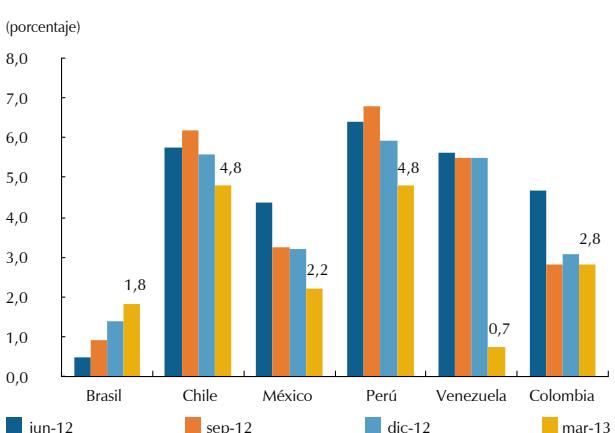
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

**Gráfico 3**  
Variación anual del PIB real de China



Fuente: Datastream.

**Gráfico 4**  
Crecimiento anual del PIB real para algunos países de América Latina



Fuente: Datastream.

economía de los Estados Unidos se expandió 1,7% ta (Gráfico 2), cifra que representa una aceleración frente a los primeros tres meses del año, cuando la producción creció 1,15% ta. El mayor ritmo de expansión obedece a un incremento en la inversión en activos fijos, principalmente residenciales, al igual que a un aporte positivo de las exportaciones y a una menor caída en el gasto del gobierno. El gasto de los hogares continuó creciendo a un buen ritmo, aunque se desaceleró<sup>1</sup>.

Por su parte, en Japón se observa un repunte de las exportaciones, ayudadas por un yen más débil, así como una amplia recuperación del gasto de los consumidores, de la inversión de las grandes corporaciones y de las expectativas de los hogares y de las firmas.

En relación con los países emergentes, la noticia más relevante ha sido una desaceleración de la producción mayor que la esperada, con China como el caso más relevante. El crecimiento anual de ese país durante el segundo trimestre fue de 7,5% (Gráfico 3), tasa menor que la prevista por el mercado y por debajo de la observada en los primeros tres meses del año (7,7%). Este comportamiento responde a una menor dinámica del sector externo y de algunos componentes de la demanda interna. La menor expansión de la economía china afectó el comportamiento de otros países emergentes de la región y restó dinamismo a la recuperación del comercio y la industria globales.

En varios países de América Latina, excepto Brasil, el crecimiento del primer trimestre se resintió (Gráfico 4), debido al menor aporte de la demanda externa y al menor número de días calendario. En cuanto a Brasil, si bien el crecimiento se aceleró levemente, su recuperación continúa siendo inferior a la esperada por su gobierno y por los analistas.

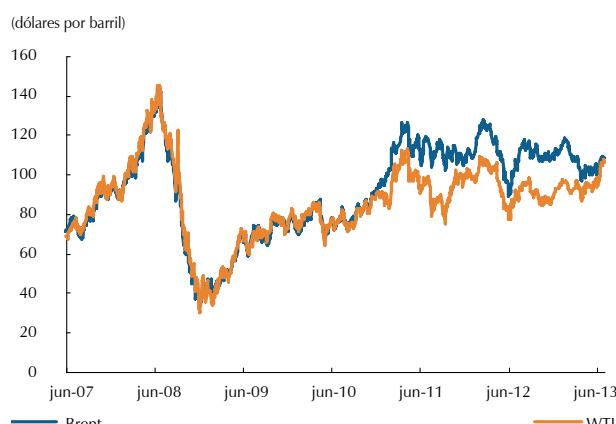
1 Esta información corresponde a la revisión metodológica más reciente de las cuentas nacionales en los Estados Unidos, las cuales incluyen un cambio en la base del PIB, al igual que nuevas fuentes de información. Con esta revisión los datos de años anteriores fueron modificados al alza, en particular la economía creció 2,8% en 2012, en vez de 2,2%, como se había estimado inicialmente. Estas cifras fueron publicadas cuando se redactaba este informe, por lo que no se pudieron contemplar para el cálculo de los pronósticos que se explican más adelante.

Para el segundo trimestre los indicadores de actividad real de la región sugieren alguna aceleración del crecimiento, pero a tasas que serían inferiores a las observadas en el período 2011-2012. Las exportaciones y la actividad industrial de la región no muestran un comportamiento favorable; sin embargo, en países como Chile y Perú el dinamismo tanto de la demanda interna como del gasto público (en menor medida) estaría compensando estas debilidades, permitiendo una expansión aceptable, aunque ligeramente inferior a la de años anteriores. Otras economías de la región, como Ecuador y Venezuela, vieron reducir su dinamismo, en parte, debido a las menores cotizaciones internacionales del petróleo este año frente a 2012, al igual que por el menor impulso del gasto público en un año poselectoral.

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

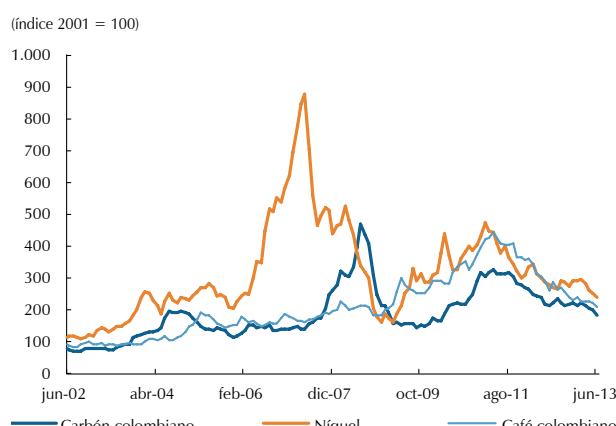
La debilidad de la demanda global, junto con algunas condiciones de oferta favorables, mantuvieron los precios internacionales de los principales bienes básicos en niveles inferiores a los observados en 2012. En el caso del petróleo, a pesar del incremento en las tensiones geopolíticas, la cotización para la referencia Brent permaneció por debajo del promedio de 2012, aunque ligeramente por encima de lo estimado en el escenario central del *Informe sobre Inflación* de marzo. De todas maneras, los niveles aún continúan siendo favorables para los países exportadores. Por otro lado, en julio el diferencial de precios para las referencias Brent y West Texas Intermediate (WTI) se redujo considerablemente (Gráfico 5), debido a una mejora en las condiciones de transporte desde el interior de los Estados Unidos hacia la costa.

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



Fuente: Datastream.

**Gráfico 6**  
Índices de los precios internacionales del carbón, níquel y café

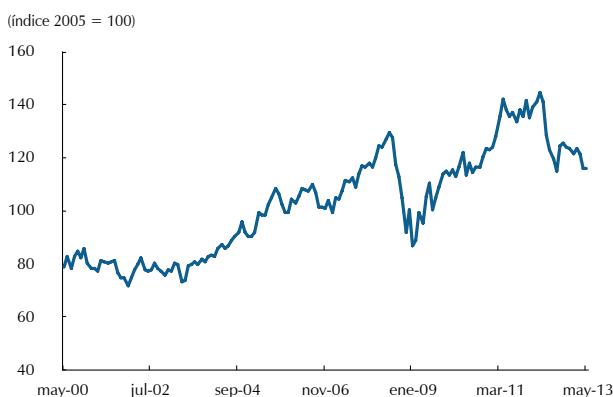


Fuentes: Bloomberg y Banco Mundial.

Los precios de otros bienes básicos exportados por Colombia siguieron reduciéndose en los últimos meses y se estarían ubicando por debajo de lo estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior (Gráfico 6). Esta situación estaría explicando el comportamiento reciente de los términos de intercambio del país (Gráfico 7), cuya caída ha sido compensada de manera parcial por las menores cotizaciones internacionales de algunos bienes importados, como los alimentos. Los niveles de estos precios hoy son inferiores a los de 2012.

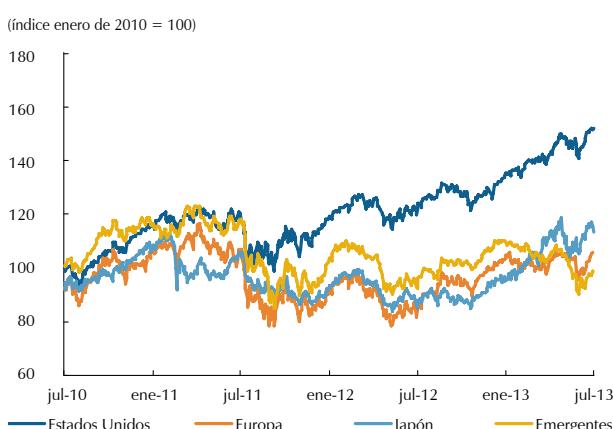
La inflación en las principales economías desarrolladas continúa siendo baja, lo que facilita las posturas monetarias expansivas. Por el contrario, en los últimos meses se evidenció un aumento acelerado en los niveles de precios de Brasil, India e Indonesia, países cuyos bancos centrales han incrementado las

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



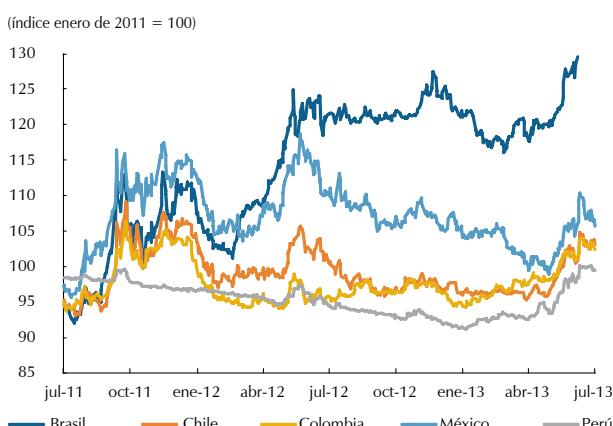
Fuentes: DIAN y DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 8**  
Índices accionarios globales



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 9**  
Índice de tasa de cambio nominal para algunas economías de América Latina



Fuente: Bloomberg.

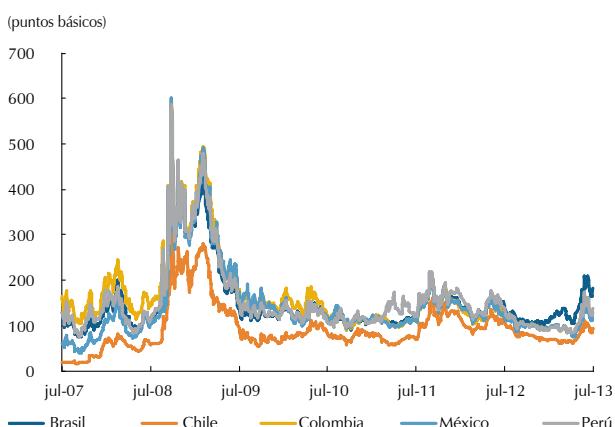
tasas de intervención en los últimos meses. Para el caso de otras economías emergentes de América Latina y Asia, la inflación se encuentra en niveles acordes con las metas de sus bancos centrales.

Finalmente, vale la pena resaltar algunos de los anuncios y decisiones de los bancos centrales de los Estados Unidos, de la zona del euro y de China, que tuvieron una importante influencia sobre el comportamiento de los mercados financieros y sobre la formación de las expectativas. En primer lugar, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) abrió la posibilidad de comenzar a desmontar de manera gradual su programa de estímulo monetario, condicionada a que la economía evolucione de manera favorable en los próximos trimestres; sin embargo, si la actividad real no responde de acuerdo con lo esperado, es posible que el programa se prolongue o incluso se incremente. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de intervención en mayo y reiteró su compromiso de mantenerla en un nivel bajo por un período prolongado. Por último, el banco de China hizo explícita su intención de controlar el rápido crecimiento del crédito y eliminó los mínimos de las tasas de interés para los créditos otorgados por los bancos comerciales.

### 3. Mercados financieros

Tras los anuncios de la Fed, la volatilidad de los mercados financieros globales aumentó en mayo y junio después de un período de relativa calma (Gráfico 8). La posibilidad de comenzar a disminuir la magnitud del estímulo monetario en los Estados Unidos afectó negativamente el comportamiento de los mercados financieros, principalmente los de las economías emergentes, donde se observaron caídas en los índices bursátiles, depreciaciones de las monedas frente al dólar estadounidense y aumentos en las primas de riesgo (gráficos 9 y 10). En particular, en América Latina se observaron depreciaciones de alguna importancia. En el caso del peso colombiano, la depreciación que se venía observando desde comienzos de año se acentuó después de los comunicados de la Fed, y durante los últimos meses fue similar a la de varios países de la región. En julio, la depreciación de estas monedas en general se corrigió de manera parcial.

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



Fuente: Bloomberg.

Los anuncios de la Fed coincidieron con las restricciones transitorias a la liquidez impuestas por el banco central de China para controlar el rápido crecimiento del crédito. Esta situación se tradujo, por algunos días, en un incremento considerable de su tasa de interés interbancaria y en una caída de sus mercados bursátiles.

Para el caso de los Estados Unidos, aunque las tasas de largo plazo para los bonos hipotecarios y los títulos del Tesoro aumentaron de manera rápida, sus valores permanecieron en niveles relativamente bajos. En otras economías desarrolladas también se observaron algunos incrementos en las tasas de interés de los títulos de deuda pública, en especial para los plazos de mayor duración, con un efecto superior en los países más endeudados de la zona del euro.

Conforme los analistas se dieron cuenta de que el retiro del programa de estímulo de la Fed solo se daría si las condiciones de la economía estadounidense evolucionan de manera favorable, los mercados financieros empezaron a corregir la sobrereacción inicial. Así las cosas, las tasas de interés internacionales que se habían incrementado en meses anteriores como consecuencia de dicho anuncio, en las últimas semanas han presentado descensos parciales. Algo similar ha sucedido con los indicadores de volatilidad y los de riesgo.

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

En general, la actividad económica global ha evolucionado de una forma menos favorable que la esperada en el escenario central del *Informe sobre Inflación* de marzo; no obstante, los riesgos a la baja contemplados en esa oportunidad no se han materializado. Así las cosas, en este nuevo informe se prevé que el PIB de los principales socios comerciales de Colombia continúe expandiéndose a un ritmo modesto e inferior al registrado en 2012. En esta ocasión, las modificaciones más relevantes a los pronósticos de crecimiento están motivadas por el menor dinamismo de las economías emergentes (Cuadro 1).

En relación con la zona del euro, las acciones implementadas por las autoridades europeas desde la segunda mitad de 2012 continúan alejando la posibilidad de un escenario de crisis financiera aguda en la región y de una caída abrupta del PIB en el corto plazo y mediano plazos. La evolución más probable es la del fin de la contracción económica en la segunda mitad del año; aunque la cifra de crecimiento para 2013 sería de -0,6%, ligeramente inferior a la contemplada en el informe anterior.

En los Estados Unidos se espera que los efectos del ajuste fiscal y el menor aporte del sector externo se traduzcan en un crecimiento del 1,7%, cifra inferior

*La actividad económica global ha evolucionado de una forma menos favorable que la esperada en el informe de marzo.*

**Cuadro 1**  
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

a/ Pronósticos del FMI a junio de 2013.

Fuente: FMI; cálculos Banco de la República.

a la estimada en el informe pasado. Para 2014 se proyecta un mayor crecimiento gracias a un gasto más dinámico, el cual se apoyaría en el saneamiento de los balances privados logrados en los años anteriores y en la recuperación de la confianza de consumidores e inversionistas.

Para el caso de las economías emergentes se redujo la proyección para 2013, principalmente por la situación china y por una recuperación más débil en Brasil. Para otras economías de América Latina también se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento, teniendo en cuenta un menor impulso de la demanda externa y unos términos de intercambio un poco más bajos.

*El crecimiento del PIB para los principales socios de Colombia continuaría expandiéndose a un ritmo modesto e inferior al de 2012.*

En el escenario central de pronóstico, el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2013 sería de 2,4%, cifra que representa una desaceleración con respecto a 2012, cuando se expandieron 3,5%. En 2014 la recuperación en algunas economías avanzadas y un contexto externo más favorable en las emergentes llevarían a un incremento del 2,9% en el PIB de los socios de Colombia.

*Los riesgos al contexto internacional continúan sesgados a la baja y estarían asociados con una desaceleración más fuerte en las economías emergentes.*

En este contexto, el balance de riesgos continúa siendo a la baja y estaría asociado con una desaceleración más fuerte en las economías emergentes, especialmente de China. De igual forma, no se descarta una prolongación de la recesión en Europa, acompañada de un deterioro mayor en la demanda externa y en las condiciones financieras globales. Por último, es posible que el desmonte gradual del estímulo monetario en los Estados Unidos tenga un mayor efecto negativo sobre las economías emergentes, en tanto reduzca los flujos de capital a estos países e incremente sus costos de financiamiento. Ya en el escenario bajo el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia sería de 1,8% en 2013 y de 2,2% en 2014.

En relación con los precios internacionales, con excepción del petróleo, las proyecciones para 2013 se redujeron frente a la estimación anterior, debido a que en general el comportamiento durante el primer semestre fue inferior al esperado (Cuadro 2). La debilidad en la demanda global y las condiciones favorables de oferta para este año estarían explicando las menores cotizaciones internacionales frente a 2012. La caída en los precios de los bienes exportados estaría afectando los términos de intercambio del país, los cuales se ubicarían en un nivel inferior al de 2012, aunque todavía favorable. Para 2014 se esperan unas cotizaciones similares a las actuales.

Finalmente, cabe señalar que el Fondo Monetario Internacional (FMI) recientemente redujo sus pronósticos de crecimiento para 2013 y 2014. En la actualización de su informe de perspectivas globales resaltó que, si bien la probabilidad de un ajuste desordenado en la zona del euro se ha reducido, los riesgos para la expansión mundial se mantienen. Así mismo, señala que, a diferencia de los trimestres anteriores, la desaceleración de las economías emergentes es un nuevo riesgo que enfrenta el crecimiento mundial. Otro riesgo hacia el mediano plazo es la efectividad de la política de Japón para reactivar su economía y conducir su deuda pública hacia una senda sostenible.

**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	1,40	1,55	1,80	1,40	1,70	2,20
Petróleo Brent (dólares por barril)	112	100	105	110	90	100	110
Carbón (dólares por tonelada)	92,8	82	88	94	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 <sup>a/</sup> (dólares por onza troy)	1.670	1.500	1.400	1.300	1.400	1.250	1.100

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.

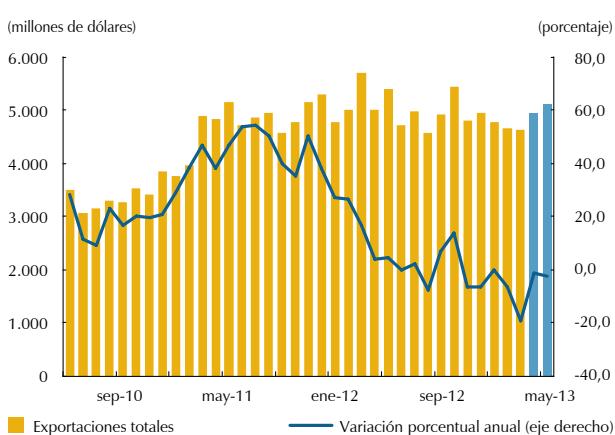
*En el primer trimestre de 2013 la balanza de pagos del país registró un déficit en cuenta corriente de 3,4% del PIB.*

## B. BALANZA DE PAGOS

En el primer trimestre de 2013 la balanza de pagos del país registró un déficit en cuenta corriente de 3,4% del PIB (US\$3.038 m), superior al observado en el mismo período del año anterior (2,0% del PIB; es decir, US\$1.680 m). La ampliación del déficit obedeció principalmente a un menor superávit comercial, que se redujo en US\$1.571 m (-69,7% anual) con respecto al observado en el primer trimestre de 2012, consecuencia de los choques de oferta locales que afectaron la producción y las ventas de los principales productos de exportación (carbón y petróleo). Lo anterior se sumó a un incremento del déficit en la balanza de servicios y a una reducción de los ingresos netos por transferencias.

En cuanto al financiamiento de la cuenta corriente, el déficit en el primer trimestre estuvo soportado por unos mayores recursos de financiación externa, que implicaron un superávit de la cuenta de capital y financiera por valor de US\$5.410 m (6,1% del PIB), superior en US\$3.205 m al observado un año atrás (US\$2.205 m; esto es 2,6% del PIB). La principal fuente de estos recursos continuó siendo la inversión extranjera directa (IED), la cual registró un crecimiento de 2,5% anual y que alcanzó un valor de US\$3.706 m durante el primer trimestre de 2013. De estos recursos, el 44,7% estuvo dirigido a los sectores de petróleo y minería. Por otra parte, la inversión neta de los colombianos en el exterior registró egresos por US\$314 m en el primer trimestre de 2013, superiores en US\$166 m al monto registrado en el mismo período del año anterior. La constitución de activos en el exterior estuvo asociada, en su mayoría, a los sectores minero energético y financiero. 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\$1.865 m.

Gráfico 11  
Exportaciones totales (mensual)



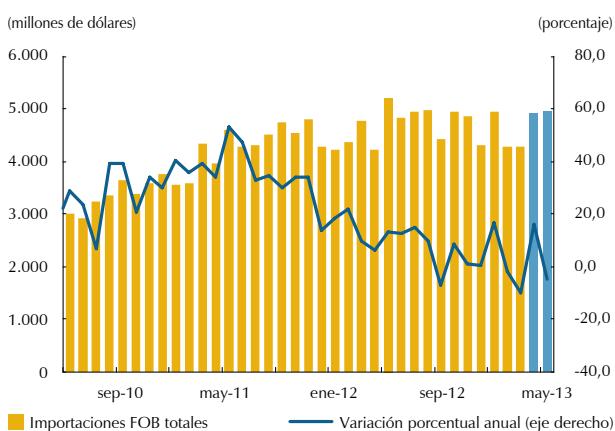
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Para el segundo trimestre de 2013 la información disponible corresponde al comercio exterior de bienes, con base en la cual se espera una nueva reducción en el superávit comercial, pero en menor magnitud a la observada en el primer trimestre. De hecho, entre los meses de abril y mayo las exportaciones totales en dólares disminuyeron 1,9% con respecto al mismo período del año anterior (Gráfico 11), mientras que las importaciones FOB (*free on board*)<sup>2</sup> crecieron en términos anuales 4,6% (Gráfico 12).

La dinámica de las exportaciones durante el bimestre abril-mayo refleja, principalmente, la caída de las

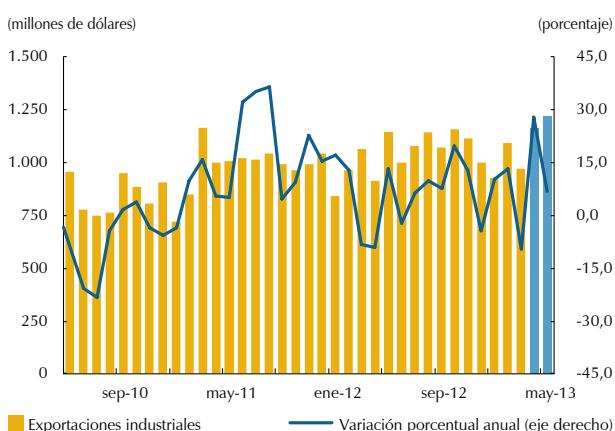
2 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF (cost, insurance and freight), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de US\$5.174 m durante abril y mayo de 2013, con un aumento de 3,7% anual.

**Gráfico 12**  
Importaciones FOB totales  
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

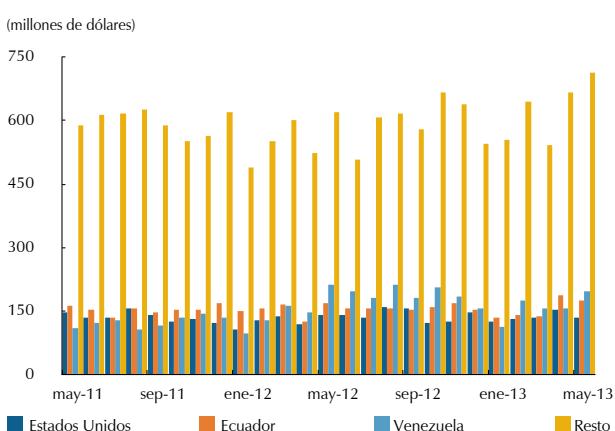
**Gráfico 13**  
Exportaciones industriales y otros<sup>a/</sup>  
(mensual)



a/ Sin petróleo ni sus derivados, carbón, feroníquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 14**  
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto<sup>a/</sup>



a/ No considera café, derivados del petróleo, feroníquel ni oro.

Fuente: DANE.

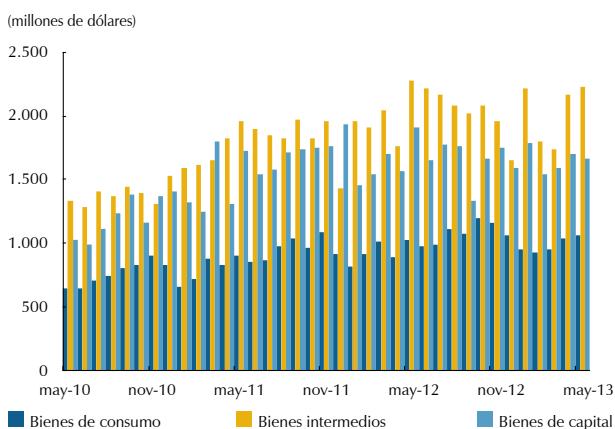
ventas externas de bienes de origen minero, las cuales disminuyeron en promedio 8,8% anual con respecto al mismo período del año anterior. Dicho comportamiento obedece a la caída en los precios internacionales de estos productos frente a los observados en el mismo período de un año atrás, lo que afectó en especial los resultados para carbón y feroníquel, los cuales mostraron para dicho bimestre una disminución del valor promedio en dólares de 22,3% y 17,7% anual, en su orden. A lo anterior se sumó la disminución de 0,9% (en promedio anual para el bimestre) en las exportaciones de bienes de origen agrícola (café, banano y flores), asociado en gran medida a una considerable reducción del precio del café en los mercados internacionales. En volúmenes, sin embargo, se registraron aumentos importantes en café y petróleo, como se señala en el capítulo II de este informe.

Por su parte, las exportaciones industriales<sup>3</sup> (cuya participación en el total exportado en el período en mención fue 23,3%) crecieron 16,1% entre abril y mayo en promedio frente al mismo bimestre de 2012 (Gráfico 13). Dichas ventas fueron impulsadas principalmente por el aumento anual de 23% en promedio de las exportaciones dirigidas hacia Ecuador, de 10,9% hacia los Estados Unidos y de 21% hacia otros destinos; estas últimas impulsadas en especial por las de automóviles y productos químicos. Por su parte, las ventas dirigidas hacia Venezuela cayeron 1,7% en el mismo período (Gráfico 14).

Las importaciones FOB en dólares han mostrado un mejor comportamiento en el bimestre abril-mayo, con un incremento promedio de 4,6% anual. Sobresalen las compras de bienes de consumo, que aumentaron 9,2% anual, en especial por el crecimiento de las de consumo no durable (15% anual para el período mencionado). De igual manera, las compras de bienes intermedios aumentaron 8,9% anual, asociadas con un crecimiento importante de las de materias primas y bienes intermedios para la agricultura (34% en promedio anual). Por el contrario, las importaciones de bienes de capital

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

**Gráfico 15**  
Importaciones de bienes (FOB)



Fuente: DANE.

disminuyeron a una tasa de 2,9% anual en el bimestre, producto, en parte, de las menores compras de equipo de transporte en dicho período (Gráfico 15).

Adicional a la información del comercio, los ingresos por remesas de trabajadores en lo corrido del año hasta mayo continúan creciendo a un ritmo moderado de 3,4% anual con respecto al mismo período del año anterior. La balanza cambiaria<sup>4</sup> observada para el acumulado del año 2013 a junio sigue mostrando un crecimiento en las entradas de capital privado frente a lo observado un año atrás, impulsadas principalmente por los mayores flujos netos de inversión financiera o de portafolio, ya que los flujos de IED disminuyeron en 7% anual para el primer semestre del año.

De acuerdo con la información anterior y los intervalos de pronóstico realizados para las principales variables externas e internas (presentadas a lo largo de este informe), el ejercicio de proyección de la balanza de pagos estima una ampliación del déficit en cuenta corriente para todo el año 2013, frente al observado el año anterior, que se ubicaría en un rango entre 3,3% y 3,7% del PIB. Este resultado sería consistente con un crecimiento de las exportaciones totales en dólares entre -6,7% y 1,7% anual, enmarcado en un contexto de demanda externa débil, reducción en los precios de los principales productos de exportación y problemas internos de oferta de algunos productos exportables. Por su parte, las importaciones continuarían aumentando a un ritmo moderado entre 0% y 6%, asociadas con el comportamiento esperado para la demanda interna.

Adicionalmente, se prevén salidas por renta de factores inferiores a las observadas en 2012, como resultado de un menor valor estimado de las exportaciones de productos mineros, principal fuente de remisión de utilidades y dividendos. Por otra parte, se proyecta una ligera recuperación de los ingresos netos por transferencias, consistente con lo observado en los primeros meses del año y lo esperado para el comportamiento de las economías avanzadas, principales países origen de las remesas de trabajadores colombianos.

En cuanto a la cuenta de capital y financiera, se estima que en 2013 la IED seguirá siendo la principal fuente de financiación externa, aunque en esta oportunidad sus niveles serían ligeramente inferiores a los observados en 2012. Lo anterior resultaría consistente con una menor dinámica del sector minero, en un contexto de menores precios y demoras en la ejecución de algunos proyectos de inversión del sector, así como con una moderación en el ritmo de inversión de otros sectores que impulsaron el crecimiento de estos flujos en 2012. Por su parte, las salidas

<sup>4</sup> Aunque los flujos de capitales 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.

de capital por inversión colombiana en el exterior (ICE) se estiman mayores a las registradas un año atrás, de acuerdo con los anuncios que se han hecho, en especial para el sector de establecimientos financieros, lo que implica menores recursos netos por IED. Así mismo, 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 (Cuadro 3). Es importante señalar que el ejercicio de proyección de la balanza de pagos refleja una variación de las reservas internacionales brutas consistente con los anuncios de intervención realizados por el Banco de la República<sup>5</sup> y los rendimientos financieros asociados con estas.

Finalmente, para el año 2014 el déficit en cuenta corriente podría ubicarse entre 3,2% y 3,6% del PIB, el cual seguiría siendo financiado principalmente por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

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

	(millones de dólares)				2010	(porcentaje del PIB) <sup>d/</sup>		
	2010	2011 (pr)	2012 (pr)	2013 (proy)		2011 (pr)	2012 (pr)	2013 (proy)
I. Cuenta corriente	(8.821)	(9.643)	(11.907)	(13.043)	(3,1)	(2,9)	(3,2)	(3,5)
A. Bienes y servicios no factoriales <sup>a/</sup>	(1.272)	1.459	(563)	(3.665)	(0,4)	0,4	(0,2)	(1,0)
B. Renta de los factores	(12.024)	(16.039)	(15.927)	(14.114)	(4,2)	(4,8)	(4,3)	(3,7)
C. Transferencias	4.475	4.938	4.583	4.735	1,6	1,5	1,2	1,3
II. Cuenta de capital y financiera	11.770	13.048	17.035	19.894	4,1	3,9	4,6	5,3
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales <sup>b/</sup>	6.919	10.250	14.115	14.227	2,4	3,0	3,8	3,8
B. Sector público	4.789	2.839	2.975	5.722	1,7	0,8	0,8	1,5
III. Errores y omisiones	187	340	295	-305	0,1	0,1	0,1	(0,1)
IV. Variación de las reservas internacionales brutas <sup>c/</sup>	3.136	3.744	5.423	6.546	1,1	1,1	1,5	1,7

(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.

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

**En el primer trimestre de 2013 la economía colombiana se expandió 2,8%** en términos anuales, cifra que se situó en el punto medio del rango de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación*.

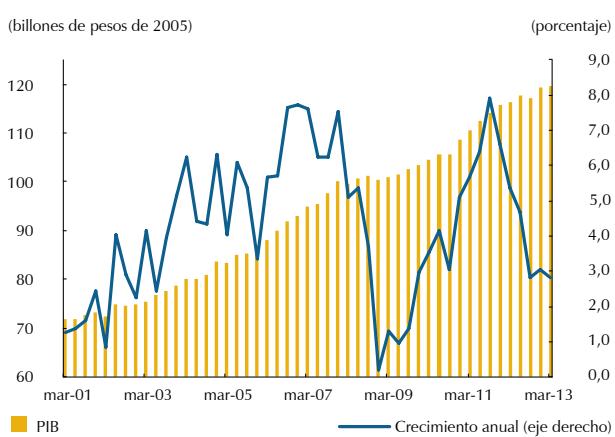
**Durante el primer trimestre se observaron** diversos choques negativos de oferta en las exportaciones mineras, los cuales influyeron en los resultados del PIB, junto con el efecto de un menor número de días hábiles.

**Para el segundo trimestre de 2013 se espera** que la economía se expanda a una tasa mayor que la observada desde mediados del año pasado.

### A. EL PIB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2013

Gráfico 16  
Producto interno bruto  
(desestacionalizado)

(billones de pesos de 2005)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Según la información publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la economía colombiana se expandió a una tasa anual de 2,8% durante los primeros tres meses del año (Gráfico 16). Esta cifra se ubicó en el punto medio del intervalo de pronóstico de crecimiento presentado en el anterior *Informe sobre Inflación*, siendo similar a la observada desde el tercer trimestre del año pasado. En términos trimestrales, la variación fue de 0,3% frente al último período de 2012. Es importante reseñar que el efecto calendario de menor número de días hábiles durante este lapso influyó en los resultados de las series publicadas por el DANE (véase Recuadro 1 p. 37). Cálculos preliminares realizados por el equipo técnico sugieren que el PIB habría crecido cerca de 3,4% en términos anuales si no se hubiera presentado dicho evento.

En el ámbito interno, el desempeño de la economía colombiana durante el primer trimestre estuvo marcado por la presencia de diversos choques de oferta que exacerbaron el efecto del menor número de días hábiles. Distintos paros presentados entre febrero y marzo en numerosos renglones de la economía y algunos inconvenientes en materia de orden público tuvieron efecto en las cifras de crecimiento económico. Así las cosas, la demanda interna se expandió 3,6% en términos anuales, menor que el 4,1% observado en el cuarto trimestre de 2012 y por debajo de su promedio de la última década. Al desagregar por componentes, se observó una desaceleración en el consumo total, mientras que el crecimiento del rubro de inversión agregada fue ligeramente mayor que el registrado en el período anterior (Cuadro 4).

La desaceleración del consumo de los hogares coincidió con una confianza del consumidor que se ubicó en niveles menores que los registrados en promedio para 2012, con una moderación en el ritmo de crecimiento del endeudamiento de los

**Cuadro 4**  
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2011 año completo	2012				2012 año completo	2013 I trim.	Contribuciones al crecimiento anual (I trim. de 2013) (puntos porcentuales)
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
<b>Consumo total</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>
Consumo de hogares	5,9	5,7	4,3	4,4	4,6	4,7	3,2	2,1
Bienes no durables	3,6	5,4	2,5	3,3	3,2	3,6	2,7	0,6
Bienes semidurables	12,3	13,6	7,7	7,7	7,4	9,0	2,3	0,1
Bienes durables	19,8	(5,7)	1,8	4,0	20,6	4,7	(0,8)	(0,0)
Servicios	5,5	5,9	4,6	4,6	4,0	4,8	3,4	1,2
Consumo final del Gobierno	3,6	4,1	4,6	5,2	6,5	5,1	4,6	0,7
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>18,3</b>	<b>8,0</b>	<b>11,6</b>	<b>1,0</b>	<b>3,5</b>	<b>5,9</b>	<b>3,7</b>	<b>1,0</b>
Formación bruta de capital fijo	18,7	7,9	11,8	1,3	3,8	6,1	7,2	1,9
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	7,6	4,4	2,3	0,9	0,9	2,1	(2,8)	(0,0)
Maquinaria y equipo	20,9	12,6	8,9	5,6	4,9	7,9	0,5	0,0
Equipo de transporte	57,9	17,9	15,3	(10,6)	(12,7)	0,9	(11,0)	(0,4)
Construcción y edificaciones	3,7	3,0	17,7	(11,1)	13,8	5,6	17,5	1,1
Obras civiles	22,8	(5,5)	6,2	5,2	(0,5)	1,5	17,4	1,2
Servicios	7,2	6,6	14,2	(6,0)	9,4	5,9	2,7	0,0
<b>Demandra interna</b>	<b>8,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>12,9</b>	<b>9,1</b>	<b>4,0</b>	<b>7,2</b>	<b>1,4</b>	<b>5,4</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,2)</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>21,2</b>	<b>13,2</b>	<b>11,2</b>	<b>9,4</b>	<b>2,9</b>	<b>9,1</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,1</b>
<b>PIB</b>	<b>6,6</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

*En el segundo trimestre el consumo del Gobierno registró una expansión menor a la observada a finales de 2012.*

hogares y con un menor dinamismo del empleo. En este período sobresalió la caída en el consumo de bienes durables, relacionada de manera importante con el comportamiento de las ventas del sector automotor. Por su parte, el consumo final del Gobierno también registró expansiones menores que aquellas observadas hacia finales del año pasado, pero que estuvieron por encima del promedio de la economía (Cuadro 4).

Los otros componentes del consumo de los hogares que más se resintieron fueron los de bienes semidurables y bienes durables. Los servicios, que representan algo más de la mitad de la canasta de consumo de las familias colombianas, y los bienes no durables, que constituyen cerca del 35% de este gasto, presentaron una mayor estabilidad.

Con respecto a la inversión, las importantes tasas de crecimiento de la construcción de edificaciones y de obras civiles (como se detalla más adelante) contrastan con el pobre desempeño de los rubros relacionados con equipo de transporte y maquinaria y equipo, principalmente. En relación con la inversión en equipo de transporte, desde la segunda mitad del año pasado se vienen registrando caídas importantes, que se suceden luego de un gran aumento que rondó tasas anuales cercanas al 60% en años anteriores. Es probable que los esfuerzos realizados entre 2010 y comienzos de 2012 en este segmento de la inversión hayan sido suficientes para satisfacer las necesidades de ampliación del inventario de este tipo de capital en los trimestres venideros. La inversión en maquinaria y equipo también mostró un desempeño mediocre durante los primeros tres meses del año. Este rubro se expandió tan solo 0,5% en términos anuales, cifra menor que la registrada para el año 2012 (7,9%).

En materia de comercio exterior, tanto las exportaciones como las importaciones crecieron a tasas menores que las registradas para el cuarto trimestre del año pasado. En el primer caso, cayeron 1,2%, comportamiento que obedeció en gran medida al impacto que tuvieron los distintos choques de oferta presentados entre febrero y marzo, en especial en la producción minera de carbón. En el caso de las importaciones, se registró una leve caída que estuvo asociada con el comportamiento de las importaciones de bienes de capital, algo que a su vez guarda estrecha relación con el menor dinamismo de la inversión, antes comentado. Las importaciones de bienes de consumo también reportaron tasas de expansión menores durante el primer trimestre, afines con el comportamiento del consumo de los hogares.

Por el lado de la oferta las mayores tasas de crecimiento se observaron en las ramas de construcción y de servicios sociales, comunales y personales (Cuadro 5). Otros sectores cuyo desempeño estuvo por encima de la economía en su conjunto, pero que moderaron su expansión fueron los servicios financieros y los suministros de electricidad, gas y agua. La minería volvió a crecer poco, como sucede desde el tercer trimestre del año, mientras que la actividad industrial mostró nuevamente una contracción anual.

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

Rama de actividad	2011 año completo	I trim.	II trim.	2012 III trim.	IV trim.	2012 año completo	2013 I trim.	Contribución al crecimiento anual (I trim. de 2013)
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,4	2,6	3,0	2,7	1,9	2,6	2,4	0,1
Explosión de minas y canteras	14,4	14,2	8,4	0,8	1,1	5,9	1,4	0,1
Industria manufacturera	5,0	1,1	0,0	(0,7)	(2,5)	(0,5)	(4,1)	(0,5)
Electricidad, gas y agua	2,9	4,1	3,6	3,2	3,2	3,5	3,4	0,1
Construcción	10,0	(1,5)	10,7	(1,1)	4,9	3,3	16,9	1,0
Edificaciones	3,3	3,1	16,5	(10,2)	11,7	5,0	16,0	0,5
Obras civiles	17,4	(5,6)	6,1	6,0	(0,7)	1,5	17,5	0,5
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	6,0	5,3	4,9	3,3	2,9	4,1	2,8	0,3
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	6,6	3,7	3,1	3,1	4,1	2,0	0,1
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	7,0	7,1	5,3	4,4	4,9	5,4	3,4	0,7
Servicios sociales, comunales y personales	2,9	3,8	4,0	5,8	6,0	4,9	4,5	0,7
Subtotal valor agregado	6,3	5,1	4,6	2,8	3,0	3,9	2,8	2,7
Impuestos menos subsidios	10,9	8,0	5,6	2,7	3,3	4,9	2,8	0,3
<b>PIB</b>	<b>6,6</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El sector que más contribuyó a la expansión de la economía colombiana durante el primer trimestre de 2013 fue la construcción, con un crecimiento del 16,9%, luego del 4,9% del último trimestre de 2012. En los dos rubros que la componen, obras civiles y edificaciones, se registró una aceleración significativa durante los primeros tres meses del año. En primer caso, el crecimiento anual fue de 17,5%, mientras que en el segundo la expansión anual fue de 16%. El aumento en las licencias otorgadas y la mayor ejecución en las etapas del proceso constructivo con valor agregado más alto explicarían el mejor desempeño de la construcción de edificaciones. Al respecto, debe tenerse en cuenta que en el primer trimestre comenzaron a verse algunos efectos de las políticas del Gobierno para estimular el sector (programa de las 100.000 viviendas y el Programa de Impulso a la Productividad y el Empleo [PIPE]); aunque se espera que sus impactos más significativos se concentren en la segunda mitad del año y en el siguiente.

La rama de servicios sociales, comunales y personales se expandió de 4,5% en términos anuales en los primeros tres meses del año, manteniendo el dinamismo del año pasado (4,9% para todo 2012). Esto se explica por un aumento de los

*El valor agregado de la actividad cafetera presenta una significativa aceleración.*

rubros relacionados con asistencia social y salud (5,9%) y esparcimiento, cultura y deporte (5,6%). También, se destaca el buen desempeño del valor agregado de los servicios de la administración pública y la defensa, pese a que en este caso se registró una desaceleración.

Otros sectores que también crecieron, pero modestamente y por debajo de la economía en su conjunto, fueron el financiero, el comercio, la agricultura y la minería. En el caso de la agricultura, aunque se presentó una significativa aceleración de la producción de café (18,8%), la de otros bienes agrícolas y de animales vivos, y los productos animales se expandió muy poco: 1,0% y 0,5%, respectivamente.

En lo que respecta a la minería, se observaron comportamientos dispares en sus diversas subramas: por una parte, la producción de petróleo se mantuvo por encima del millón de barriles diarios (mbd) en los primeros tres meses del año (1.007.000 bd en promedio), lo que resultó en un crecimiento anual de 7,8% (frente al 3,7% del cuarto trimestre de 2012). Algo similar ocurrió con los minerales no metálicos, que reportaron una expansión de 7,9%, luego de una contracción de 2,8% en el período inmediatamente anterior. Por otra parte, el valor agregado del carbón cayó significativamente entre enero y marzo, alrededor de 21%. Esto se explicó por la parálisis de la producción de las dos principales empresas carboníferas, debido a huelgas de trabajadores y problemas medioambientales. Por último, los minerales metálicos continuaron mostrando una caída (-3,9%). Con todo lo anterior, el grupo de explotación, minas y canteras creció en conjunto un escaso 1,4%, que a pesar de ser más alto que el del cuarto trimestre de 2012 (1,1%), es significativamente más bajo que el promedio de los últimos cuatro años (10,5%).

En contraste con lo anterior, el valor agregado del sector manufacturero cayó 4,1% en términos anuales, retroceso mayor que el -2,5% de finales de 2012. Esto obedeció a la confluencia de varios factores, dentro de los que sobresalen: i) una menor cantidad de días calendario y hábiles en esta oportunidad, frente al mismo período del año pasado; ii) unas demandas interna y externa más débiles, y iii) una mayor competencia de bienes importados. Si se descuenta el efecto de menor número de días calendario y hábiles, la caída del sector habría sido de 2,1% (véase Recuadro 1 p. 37).

## B. PRONÓSTICO DE CORTO PLAZO PARA EL PIB

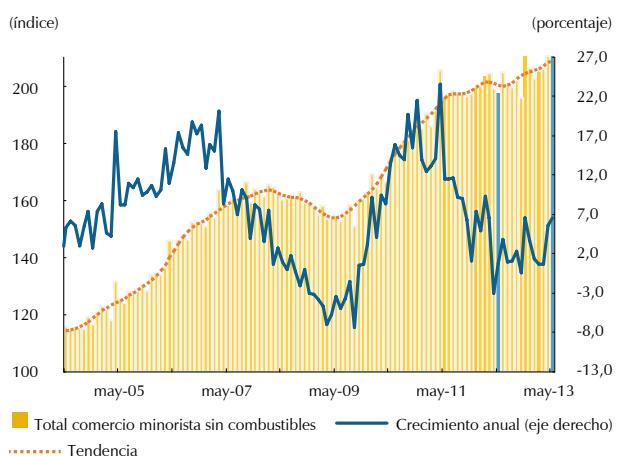
*El crecimiento de la economía colombiana se habría acelerado durante el segundo trimestre.*

La información disponible para el segundo trimestre de 2013 sugiere que el aparato productivo colombiano habría registrado una tasa de crecimiento ligeramente mayor que la observada durante los primeros tres meses del año. Esta suave aceleración se habría dado, en parte, por el hecho de que abril contó con un mayor número de días hábiles frente al mismo mes del año pasado, tal y como se había anticipado en anteriores versiones de este informe. Sin embargo, a ello también pudo haber contribuido unas tasas de interés activas menores, gracias a la política monetaria más expansiva adelantada por el Banco de la República desde mediados del año pasado, así como la superación de algunos choques de oferta presentados en el primer trimestre, en especial en la producción de carbón.

Para estos tres meses se espera que la demanda interna crezca a una tasa anual menor que la observada durante en el primer trimestre, en buena parte debido a un menor ritmo de expansión en el caso de la inversión, en especial de la relacionada con equipo de transporte y con obras civiles, y un menor consumo del Gobierno. El pronóstico de la inversión tiene en cuenta una base de comparación alta en el mismo período del año pasado. Por el contrario, el consumo privado deberá gozar de un mayor dinamismo, al igual que las exportaciones, las cuales habrían superado los choques de oferta que aquejaron al sector minero a comienzos de año. Las importaciones se expandirían a un ritmo modesto.

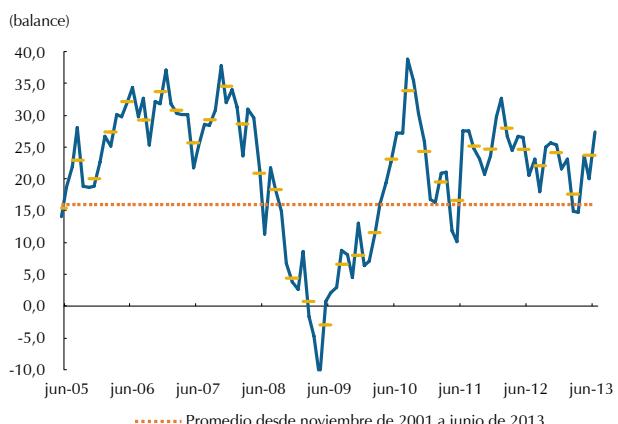
La evolución de las variables relacionadas con el consumo de los hogares sugiere un mejor desempeño de este rubro entre abril y junio frente al registrado entre enero y marzo. Tal es el caso de las cifras de comercio minorista publicadas por el DANE: en mayo las ventas de los establecimientos comerciales crecieron 6,5% frente al mismo período del año pasado, tasa mayor que la registrada en abril (5,7%) y en promedio para el primer trimestre (0,9%) (Gráfico 17). Al descontar el efecto de las ventas de vehículos automotores, que crecieron 5,3%, estas lo hicieron un 6,5% (tasa igualmente favorable).

**Gráfico 17**  
Muestra mensual del comercio al por menor  
(total comercio minorista sin combustibles,  
desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 18**  
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

Otro indicador que arroja luces sobre la dinámica que habría registrado el consumo de los hogares en el segundo trimestre es el índice de confianza del consumidor (ICC), publicado por Fedesarrollo. El promedio del ICC para el trimestre abril-junio se ubicó ostensiblemente por encima del promedio registrado para los primeros tres meses del año y por encima del promedio para todo el año 2012 (Gráfico 18). Cabe resaltar la favorable dinámica de la percepción de los hogares sobre las condiciones económicas de corto plazo, lo que refleja un menor nivel de incertidumbre sobre el entorno local y una mayor intención de compra de bienes de consumo por parte de las familias colombianas.

Los indicadores de ingresos y de financiamiento de los hogares tampoco sugieren una disminución de la dinámica del consumo privado. Si bien los términos de intercambio son menores que los registrados un año atrás, aún puede considerarse que estos se ubican en niveles relativamente altos. Además, la tasa de inflación se ha mantenido baja a lo largo del año, por lo que en términos reales el poder adquisitivo de los ingresos familiares de los colombianos no se ha deteriorado.

El desempeño del mercado laboral, con una tasa de desempleo que ha continuado disminuyendo de acuerdo con la información más reciente, también apoya la mejora

**Gráfico 19**  
Tasas de interés reales de los hogares  
(deflactadas con el IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

de las condiciones del consumo privado (véase el Resaltado, p. 36). Por su parte, el crédito a los hogares, aunque ha seguido moderándose, muestra una convergencia hacia tasas que siguen siendo favorables a la expansión del consumo en el segundo trimestre y hacia el futuro inmediato. Al respecto, la cartera de consumo se expandió un 13,7% anual en el segundo trimestre, tasa menor que la registrada en el primero (15,2%), pero que aún es significativa. En términos reales se confirmó esta tendencia. Así mismo, las tasas de interés reales han sido menores en los últimos meses, por lo que las familias siguen teniendo incentivos para financiar su consumo mediante recursos provenientes del sistema financiero (Gráfico 19).

Con respecto al desempeño de la formación bruta de capital fijo, las tasas de crecimiento de este rubro habrían evidenciado un menor dinamismo durante el segundo trimestre. Según las cifras de importaciones de

bienes de capital y la información derivada de la encuesta mensual de expectativas económicas del Banco de la República, la inversión distinta de aquella destinada a construcción de edificaciones y de obras civiles habría mostrado un débil desempeño entre abril y junio. En el caso de las importaciones de capital, se resalta la caída reciente que mostró el subcomponente de equipo de transporte (-22,6% en junio). Las importaciones de maquinaria y equipo también registraron tasas de crecimiento desfavorables, aunque en menor medida. La tendencia se confirma cuando se analizan las series en pesos constantes de 2008.

Este escenario supone, así mismo, un crecimiento anual menor en los rubros de obras civiles y consumo del Gobierno. En el primer caso, las menores expansiones se habrían dado por un efecto de alta base de comparación en el mismo período del año pasado. A pesar de lo anterior, los niveles de este tipo de inversión serían mayores que aquellos reportados para el primer trimestre del año. En el caso del consumo del Gobierno, la dinámica de las tasas de crecimiento serían afines con la desaceleración observada entre enero y marzo. A pesar de lo anterior, el consumo público se comportaría a tasas por encima del promedio de la economía.

Por el lado de la oferta, el balance de los distintos indicadores de actividad disponibles es mixto: mientras que las cifras para la industria continúan mostrando un deterioro, otras relacionadas con el sector minero, el comercio y el agropecuario anuncian un buen desempeño en el segundo trimestre del año 2013.

*La minería mostraría una recuperación importante en el segundo trimestre de 2013.*

En el caso de la minería, el petróleo continuó mostrando un dinamismo importante y el carbón reportó una significativa recuperación, luego de la fuerte caída en su producción en los primeros tres meses del año. Para el petróleo, pese a que en junio la producción se ubicó en solo 974 mbd, en lo corrido del año el promedio de la producción se encuentra en 1.003 mbd. En particular, para los meses de abril a junio la producción habría crecido 5,9%. Este comportamiento se explica por mejoras en

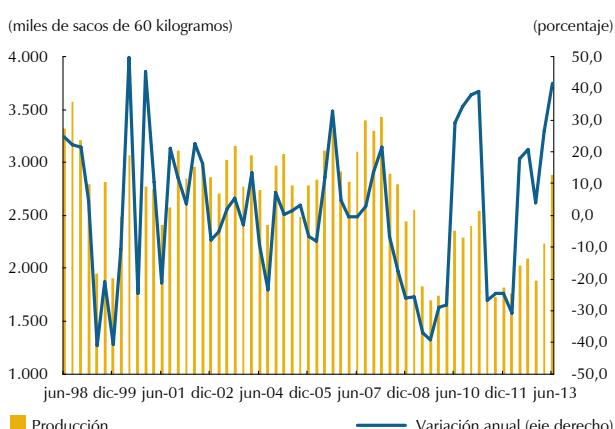
las condiciones de transporte y por la estabilización de la producción en los diferentes yacimientos, lo que se sumó a menores problemas de orden público que habían afectado la producción el año pasado.

Por su parte, el carbón ha mostrado una significativa recuperación, luego de la fuerte caída que se observó en los primeros tres meses del año, como se mencionó en la primera parte de este capítulo. Después de superar los problemas descritos, las exportaciones han reportado un crecimiento anual de 9,5% en el bimestre abril-mayo (frente a un -39,1% del primer trimestre de 2013). Pese a este mejor desempeño, algunos anuncios sobre posibles paros mineros en la segunda mitad del año podrían nublar las perspectivas del sector para el tercer trimestre.

El sector cafetero reportó un crecimiento de 41,6% en su producción durante el segundo trimestre de 2013, de acuerdo con las cifras publicadas por la Federación Nacional de Cafeteros.

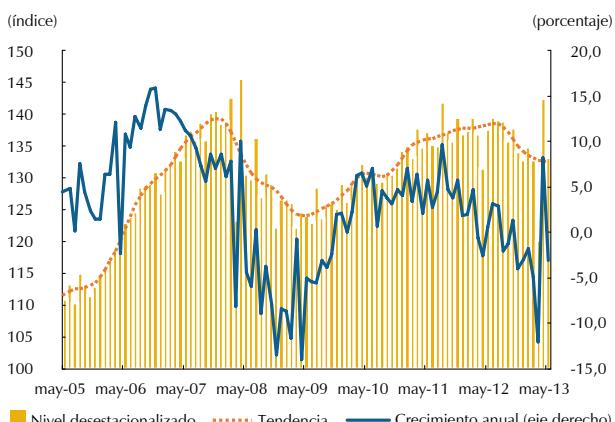
Este dinamismo lo ratifican las cifras de exportaciones publicadas por aquella entidad y por el DANE a mayo de 2013. La renovación de cerca de 460.000 hectáreas de cultivo en los últimos cinco años se ha traducido en un aumento de la productividad promedio de las plantaciones, de acuerdo con el gremio. A esto se suma la extensión para el resto del año del plan de ayuda para los caficultores por parte del Gobierno (cerca de \$800 miles de millones [mm]), lo que debería continuar favoreciendo el desempeño del sector para todo 2013 (Gráfico 20).

**Gráfico 20**  
Producción cafetera trimestral  
(nivel desestacionalizado y crecimiento anual)



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

**Gráfico 21**  
Índice de producción industrial sin trilla de café  
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

En el caso del comercio, se espera un ritmo de actividad favorable con base en el buen desempeño de las ventas al por menor, como ya se reseñó. En esa dirección apuntan también los resultados de la encuesta de comercio del DANE en materia de empleo, con un incremento anual de 4,4% en el personal ocupado para mayo de 2013. Aquello, gracias al aumento en la contratación de personal permanente (8,5%).

En contraste con lo anterior, la industria continúa mostrando señales de debilitamiento. De acuerdo con cifras del índice de producción industrial del DANE, el sector se contrae 3,1% en mayo de 2013 (Gráfico 21). Así mismo, la encuesta de Fedesarrollo con información al mismo mes reportó una leve caída en los indicadores de pedidos y de expectativas de producción a tres meses, con lo cual el componente tendencial continuó siendo decreciente, pero parece estar llegando a un punto de inflexión. Con información a junio, la demanda de energía industrial, altamente correlacionada con la actividad de ese sector, mostró una caída de 1,2%,

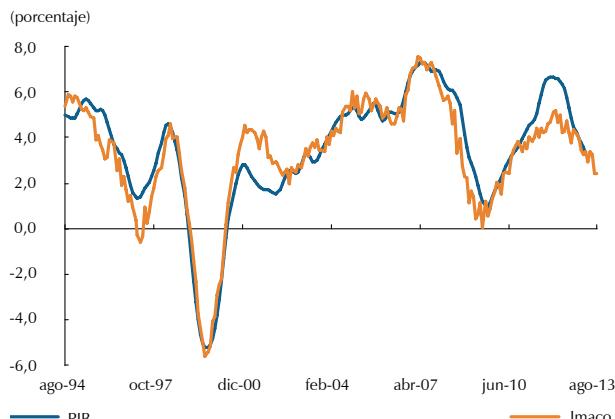
luego del escaso crecimiento de 0,6% observado en mayo. Todo ello apunta a que la contracción de la industria perduraría por lo menos hasta finalizar la primera mitad del año.

Por último, en cuanto a la construcción, los pocos indicadores disponibles sugieren un desempeño más favorable en el segundo trimestre, por lo menos en el caso de la destinada a edificaciones. Las licencias de construcción continuaron mostraron un significativo repunte, al crecer en promedio 28,9% anual durante el bimestre abril-mayo. La producción de cemento se expandió a una tasa anual de 2,6% luego de haberse contraído 6,4% en promedio durante el primer trimestre del año. 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 previamente expuesto, se espera un crecimiento positivo pero inferior al observado en los primeros tres meses del año.

Todo lo anterior permite prever que el crecimiento del PIB colombiano en el primer trimestre de 2013 se ubicaría entre 2,5% y 4,0%, con un escenario más probable alrededor del punto medio del intervalo. Por ramas de actividad, las más dinámicas serían la construcción, el sector financiero, y los servicios sociales, comunales y personales. Esta última, apoyada en un mayor gasto del sector público. El rango de pronóstico para el segundo trimestre contempla una incertidumbre im-

portante sobre el comportamiento final de la inversión en obras civiles y del consumo de Gobierno.

Gráfico 22  
Imaco: Líder 5 meses del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por último, cabe mencionar que el indicador líder Imaco, calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a abril, señala un crecimiento alrededor de 3,0% para la primera mitad del año (Gráfico 22). Es relevante anotar que esta metodología no tiene en cuenta los problemas estadísticos asociados con el impacto de los menores días hábiles. Así mismo, no contiene indicadores de sectores como la construcción o la minería, que podrían contribuir en mayor medida a la explicación del crecimiento de la economía colombiana. Todo ello podría llevar en alguna medida a subestimar la expansión del PIB de Colombia.

## EL MERCADO LABORAL EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

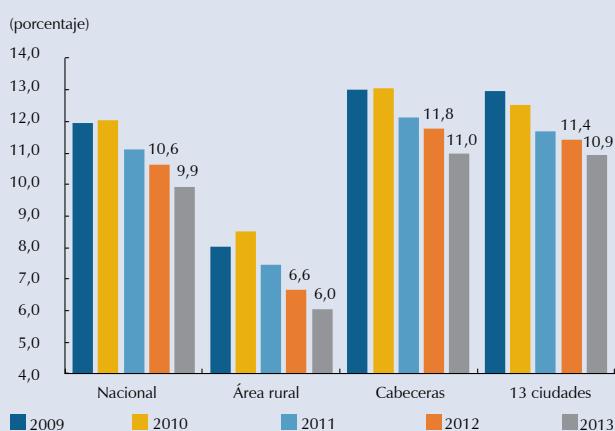
Las tendencias del mercado de trabajo han sido afines con lo descrito en el *Informe sobre Inflación* anterior: una tasa de desempleo (TD) que, aunque se encuentra en mínimos desde 2001, ha caído menos en lo corrido de 2013 frente al mismo período del año anterior. Por este motivo, las series desestacionalizadas muestran estabilidad en la tasa de desempleo en los últimos meses. Sin embargo, en mayo la TD nacional mostró una caída importante (Gráfico A). Para el trimestre móvil terminado en mayo se observaron caídas anuales de la TD en todos los dominios geográficos: la TD nacional se ubicó en 9,9%, en las áreas rurales en 6%, en las cabeceras urbanas 11% y en las trece principales áreas metropolitanas registró un 10,9% (Gráfico B).

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



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

**Gráfico B**  
Tasa de desempleo  
(trimestre móvil marzo-abril-mayo)



Fuente: DANE (GEIH).

Las menores caídas del desempleo se explican por un menor crecimiento de los ocupados, que se han desacelerado en términos anuales de forma importante. Durante el trimestre móvil marzo-mayo los ocupados aumentaron un 0,9% en el total nacional y un 1,5% en las trece áreas (Gráfico C, paneles 1 y 2). Por su parte, las mayores caídas en la TD de las áreas rurales se explican porque, aunque el número de ocupados cae anualmente (-2,1% en marzo-mayo), la participación en la fuerza laboral lo hace aún más.

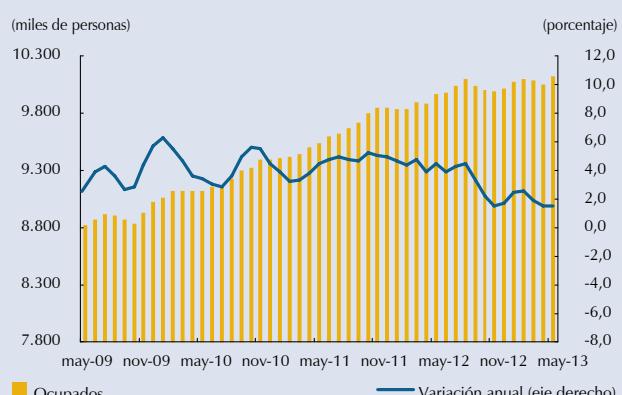
La desaceleración en términos anuales se ha concentrado en el empleo no asalariado, pues el asalariado continúa creciendo en términos anuales. El empleo asalariado en el trimestre móvil terminado en mayo creció en las trece áreas 3,6% anual, mientras que su contraparte cayó 0,7% anual.

**Gráfico C**  
Ocupados

1. Total nacional  
(trimestre móvil desestacionalizado)



2. Trece áreas  
(trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH).

## Recuadro 1

### EFECTOS CALENDARIO SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN COLOMBIA

Daniel Parra\*  
Jackeline Piraján

Recientemente ha surgido interés sobre los efectos que la variación en el número de días hábiles, entre un año y otro para el mismo mes, tiene sobre el comportamiento de las variables económicas. En particular, durante el primer trimestre de 2013 se encontraron dos eventos: i) febrero de este año tenía un día hábil menos respecto a febrero de 2012 (año que fue bisiesto) y, ii) marzo de 2013 tenía tres días hábiles menos por la presencia de la Semana Santa y un festivo (el año anterior la Gran Semana fue en abril).

Desde el punto de vista teórico, a dichos fenómenos se les denomina “efectos calendario”, los cuales pueden dividirse en dos grupos: i) los relacionados con los días hábiles (festivos) y ii) los asociados con festividades especiales (Semana Santa, Navidad, fin de año).

#### Efectos sobre series mensuales: el caso del índice de producción industrial

Tomando como ejemplo el índice de producción industrial sin trilla de café (IPI), publicado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), se realizó un primer ejercicio mediante una regresión lineal entre el crecimiento anual del IPI y variables que cuentan el número de festivos, los años bisiestos y la Semana Santa, con el fin de verificar la significancia estadística de su influencia sobre el comportamiento de dicha serie económica (Cuadro R1.1). Los resultados sugieren que la dinámica del IPI sí está influenciada por ellos, excepto por la que cuantificaba los años bisiestos, pues resultó no ser significativa.

Teniendo en cuenta lo anterior, se desestacionalizó la serie en niveles del IPI, incorporando en el cálculo las variables que cuentan los festivos y la Semana Santa. Esto se realizó con la metodología de Tramo-Seats<sup>1</sup>, que se describirá más adelante, la cual muestra que aquellas variables también son significativas con este procedimiento, y por tanto permiten

Cuadro R1.1  
Variación del índice de producción industrial

Variación del IPI = C(1) + C(2) × Festivos + C(3) × Semana santa				
	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	p-valor
C(1)	0,0391	0,0065	6,0229	0,0000
C(2)	-0,0086	0,0041	-2,1068	0,0358
C(3)	-0,0285	0,0066	-4,2936	0,0000

Fuente: cálculo de los autores.

explicar en algún grado la variabilidad de la producción industrial para el período analizado (1980-2013)<sup>2</sup>. Adicionalmente, si comparamos los resultados de esta estimación con los registros más recientes publicados por el DANE para la variación anual del IPI, se encontró que la caída de la industria hubiera sido menor si se descuentan del análisis los efectos calendario.

En particular, el DANE reportó que la variación anual del IPI fue -4,9% y -12% para febrero y marzo, y luego en abril sorpresivamente fue de 8,2%. Como consecuencia de esta gran variabilidad, se hace complicado efectuar algún tipo de análisis sobre la tendencia del sector en esos meses, ya que, además de la estacionalidad, están altamente influenciados por los días hábiles. Sin embargo, si se controlan los efectos calendario (menores días hábiles y Semana Santa), las fluctuaciones de la serie hubieran sido menores. De acuerdo con las estimaciones realizadas, la senda de crecimiento hubiera sido de -4,8%, -4,3% y -0,3%, para los tres meses mencionados (Gráfico R1.1).

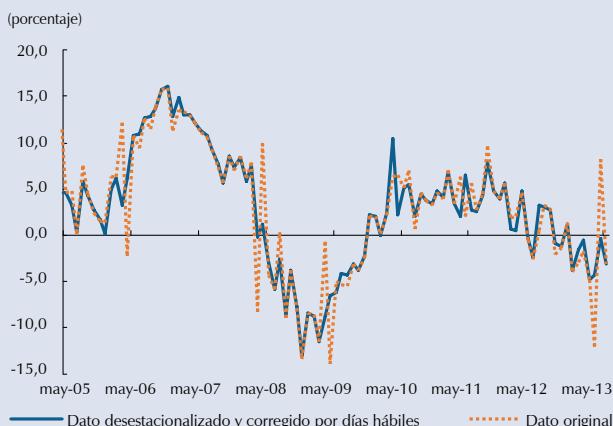
Teniendo en cuenta todo lo anterior, y reconociendo el hecho de que los efectos calendario sí podrían influenciar la actividad económica, a continuación se tratará de cuantificar el impacto que tuvieron sobre el conjunto de la economía colombiana en el primer trimestre de 2013. Aunque no existe un procedimiento estándar para el tratamiento de dichos eventos, en este escrito se mostrará brevemente un método ampliamente utilizado.

\* Los autores son, en su orden, profesional especializado y estudiante en práctica del Departamento de Programación e Inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos. Se agradecen los comentarios de Sergio Olarte y Adolfo Cobo. Las opiniones expresadas son exclusivas de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

<sup>1</sup> Tramo es la sigla de *time series regression with Arima noise, missing values and outliers* y Seats, la de *signal extraction in Arima time series*.

<sup>2</sup> Las estimaciones se realizaron con 401 observaciones del IPI, para la muestra que se extiende entre enero de 1980 a mayo de 2013. Con ello se busca tener un amplio número de eventos asociados con cada efecto calendario; por ejemplo, en 33 oportunidades se presentó una Semana Santa. Además de las variables regresoras que modelan los efectos calendario, la estimación indicó la presencia de dos datos atípicos: en abril de 1983 y en diciembre de 1998.

**Gráfico R1.1**  
Variación del índice de producción industrial



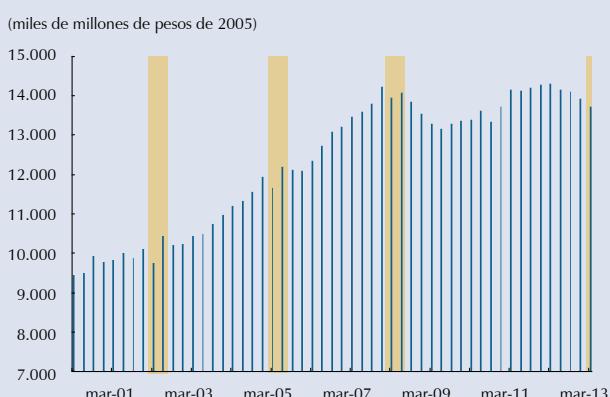
Fuente: DANE; cálculos de los autores.

### Efectos sobre series trimestrales: el caso del PIB por ramas de actividad

Tomando como ejemplo nuevamente a la industria, pero ahora en términos de las cuentas nacionales trimestrales publicadas por el DANE, se aprecia que el fenómeno de Semana Santa impacta negativamente el nivel de producción cuando esta cambia de marzo a abril, como sucedió en el año en curso. Esto ocurre, incluso, sobre las series desestacionalizadas por dicha entidad (Gráfico R1.2). De esta forma, el segundo ejercicio pretende cuantificar los efectos calendario sobre las diferentes ramas de actividad del producto interno bruto (PIB).

Para aplicar la metodología de Tramo-Seats se utilizaron las series de todas las ramas de actividad del PIB sin desestacionalizar, publicadas por el DANE. Esto con el fin de: i) estimar

**Gráfico R1.2**  
PIB de la industria manufacturera  
(series desestacionalizadas)



Nota: los sombreados corresponden a los años en los cuales la semana santa se presentó en marzo, luego de haber sido en abril el año anterior.

Fuente: DANE.

la significancia de los efectos calendario sobre el crecimiento económico de todos los sectores, y ii) en caso de ser necesario, descontar el efecto estadístico de ese menor número de días hábiles sobre cada uno de ellos<sup>3</sup>. Se observan algunos resultados importantes: i) en general los días feriados no son significativos en ninguna rama, y ii) la Semana Santa es significativa para sectores como la agricultura, la industria, los suministros de electricidad, agua y gas, el transporte y el financiero (Cuadro R1.2).

Adicionalmente, cabe señalar que la rama comercio resultó no estar afectada por la Gran Semana. Esto se explica porque dentro de las subramas que la componen (comercio, servicio de hotelería y restaurantes, y servicios de reparación) el coeficiente asociado con la Semana Santa reportó un signo contrario para algunas de ellas. En especial, el signo de la variable que la modela indica un efecto negativo para el comercio relacionado con ventas al por menor, vehículos, entre otros, mientras que para los servicios de hotelería y restaurantes el signo es positivo. Todo lo cual es intuitivo, ya que en dicha festividad las familias dedican más su tiempo a actividades turísticas que a realizar compras.

Por último, para cuantificar el impacto total de los efectos calendario, principalmente la Semana Santa, sobre el crecimiento económico de Colombia durante el primer trimestre de 2013 se procedió de la siguiente manera: i) las ramas en las cuales las variables de efecto calendario son significativas se modelaron con Tramo-Seats; ii) cuando los efectos calendario no son significativos, entonces de la página web del DANE se toman las series desestacionalizadas por la propia entidad, y iii) se agregan las contribuciones al crecimiento total del PIB por sector, asumiendo que la discrepancia estadística es la misma en la serie original y la propuesta en este ejercicio. Como resultado, la economía colombiana habría crecido 3,4%, en lugar del 2,8% reportado oficialmente por el DANE (Cuadro R1.3). Cabe señalar que la industria es la rama donde la significancia estadística y el impacto sobre la variación anual de la Gran Semana son más altos.

### Metodología Tramo-Seats

Gómez y Maravall (1996, 2001) desarrollaron un software econométrico llamado TSW<sup>4</sup>, con el cual se trabaja la

3 Para ello, se verificó la significancia estadística de la variable festivos (menos días hábiles) y de Semana Santa. El programa TSW tiene una rutina automática que verifica si es necesario transformar la serie con logaritmos y si existen datos atípicos

4 El programa fue desarrollado por los autores y su descarga puede hacerse gratis a través de la página del Banco Central de España, en el vínculo [http://www.bde.es/bde/es/secciones/servicios/Profesionales/Programas\\_estad/Programas\\_estad\\_d9fa7f3710fd821.html](http://www.bde.es/bde/es/secciones/servicios/Profesionales/Programas_estad/Programas_estad_d9fa7f3710fd821.html)

**Cuadro R1.2**  
Principales resultados de la metología TRAMO-SEATS

Ramas de actividad	Transformación logarítmica	Datos atípicos	Dummies efectos calendario				Criterio selección	
			Festivos	Coefficiente	t-valor	Semana Santa	Coefficiente	t-valor
Agricultura	No	No	-10,563	-0,67	-80,342	-2,37	629,5262	10,1818
Minería	No	No	-70,863	-2,91	11,655	0,21	657,8951	11,0189
Industria	Sí	No	2,12E-03	1,12	-2,35E-02	-5,34	-241,453	-7,8436
Electricidad, gas y agua	Sí	Sí	-1,41E-03	-1,86	-7,57E-03	-4,09	-327,3535	-9,6319
Construcción	Sí	No	3,17E-03	0,33	3,17E-03	0,37	-108,6623	-4,9989
Comercio	Sí	No	5,55E-04	0,4	-2,53E-03	-0,81	-266,9858	-8,3182
Transporte	No	No	-3,5652	-0,29	-60,354	-2,23	603,0297	9,8037
Financiera	Sí	No	-8,40E-04	-1,31	-5,70E-03	-3,85	-321,1783	-9,3678
Servicios sociales, comunales y personales	Sí	Sí	-1,67E-03	-1,18	-5,37E-03	-1,66	-285,2067	-8,6249
Impuestos	Sí	No	-1,99E-04	-0,09	-9,55E-03	-1,93	-224,622	-7,4468

Nota: los valores sombreados indican que la variable es significativa.

Fuente: cálculos de los autores.

**Cuadro R1.3**  
Crecimiento del PIB para el primer trimestre de 2013  
(porcentaje)

Ramas de actividad	Variación anual		Contribución al crecimiento	
	Dato oficial del DANE	Cálculos de los autores	Dato oficial del DANE	Cálculos de los autores
Agricultura	2,4	3,4	0,2	0,2
Minería	1,4	1,4	0,1	0,1
Industria	(4,1)	(2,1)	(0,5)	(0,3)
Electricidad, gas y agua	3,4	4,3	0,1	0,2
Construcción	16,9	16,9	1,0	1,0
Comercio	2,8	2,8	0,3	0,3
Transporte	2,0	2,6	0,2	0,2
Financiera	3,4	4,2	0,7	0,8
Servicios sociales, comunales y personales	4,5	4,5	0,7	0,7
Impuestos	2,8	2,8	0,3	0,3
PIB total	2,8	3,4	2,8	3,4

Fuente: DANE; cálculos autores.

metodología Tramo-Seats, la cual incorpora en el análisis de descomposición de series de tiempo, además de los usuales componentes (ciclo, tendencia, estacionalidad e irregular), la presencia de datos atípicos, efectos calendario, entre otras anomalías que pueden afectar el comportamiento de una variable económica en un momento del tiempo (que de alguna forma podría ser modelada).

La forma de modelar dichos eventos es la siguiente: primero, se utiliza el método Tramo propuesto Gómez y Maravall (1992, 1993 y 1994), con el cual se pretende realizar ajustes

previos a la serie como corrección de datos atípicos, modelar efectos calendario, entre otros. Luego, una vez la serie está previamente modelada y de alguna forma corregida, se procede a realizar el ajuste estacional mediante filtros que descomponen la serie en tendencia, estacionalidad y ruido estadístico, a lo cual se le denomina Seats<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Procedimiento basado en el trabajo de Burman (1980) y Hillmer y Tiao (1982).

Para el procedimiento se utilizó el programa TSW (desarrollado en el Banco de España), el cual comienza probando la significancia de parámetros asociados con los efectos calendario. Así, se estima un modelo del tipo:

$$Y(t) = \sum_{i=1}^{n_0} a_i D_i(B) d_i(t) + \sum_{i=1}^{n_0} \beta_i cal_i(t) + x(t) \quad (1)$$

Donde  $Y(t)$  es la serie original (sobre la cual se aplica el procedimiento),  $B$  es el operador de rezago,  $d_i(t)$  es una variable *dummy* que indica la posición del  $i$ -ésimo dato atípico (*outlier*), y  $D_i(B)$  es un polinomio que refleja el tipo de *outlier*<sup>6</sup>. Con la variable *cal* se denotan los efectos calendario, como días hábiles o Semana Santa, y  $\beta_i$  es el coeficiente asociado. Por último, el término  $x(t)$  sigue un modelo Arima<sup>7</sup> de la siguiente forma, el cual cumple con los supuestos tradicionales<sup>8</sup>:

$$\phi(B)x(t) = \theta(B)a(t) \quad \phi(B) = \phi(B)\delta(B) \quad (2)$$

Donde,

$$\phi(B) = (1 + \phi_1 B + \dots + \phi_p B^p)(1 + \Phi_1 B^S + \dots + \Phi_p B^{S+p})$$

$$\delta(B) = (1 - B)^d (1 - B)^D$$

$$\theta(B) = (1 + \theta_1 B + \dots + \theta_q B^q)(1 + \Theta_1 B^S + \dots + \Theta_q B^{S+Q}) \quad (3)$$

Donde  $a(t)$  tiene media cero y es ruido blanco con varianza  $Var(a)$ , y  $\phi(B), \theta(B)$  y  $\delta(B)$  son polinomios finitos en  $B$ , el último contiene las raíces unitarias.  $S$  denota el número de observaciones por año, y  $d$  y  $D$  son las posibles elecciones de órdenes de diferenciación de la parte regular y estacional, respectivamente. El programa TSW prueba si la serie debe ser trasformada por logaritmos o si se mantiene en niveles, adicionalmente evalúa la presencia de posibles *outliers* y efectos calendario. Esto último, junto con el modelo Arima para  $x(t)$ , son automáticamente identificados y se estiman con el método de máxima verosimilitud.

Cuando se usa para ajuste estacional: i) se elimina la influencia de los regresores que miden el efecto calendario y datos atípicos sobre  $y(t)$ , con esto se obtiene una estimación del componente estocástico  $x(t)$ ; ii) se asume que el componente estocástico es igual a la estimación realizada por el modelamiento Arima, y iii) este se divide en un componente

estacional estocástico no correlacionado ( $s(t)$ ) y una serie estocástica ajustada estacionalmente ( $n(t)$ ), de tal forma que:

$$x(t) = s(t) + n(t)$$

Las raíces de  $\phi(B)$  y  $\delta(B)$  son asignados al componente estacional o a la serie ajustada estacionalmente. Si el lector desea una explicación más detallada del procedimiento Tramo-Seats y de algunos otros métodos de desestacionalización que tienen en cuenta los efectos calendario se recomienda consultar Gómez y Maravall (2001), Villareal (2005), y Melo y Parra (2013).

## Referencias

- Burman, J. P. (1980). "Seasonal Adjustment by Signal Extraction", *Journal of the Royal Statistical Society Series A*, vol. 143.
- Gómez, V.; Maravall, A. (1994). "Estimation, Prediction, and Interpolation for Nonstationary Series with the Kalman Filter", *Journal of the American Statistical Association*, vol. 89, núm. 426.
- Gómez, V.; Maravall, A. (1993). "Time Series Regression with Arima Noise and Missing Observations: Program Tramo", EUI Working Paper ECO, núm. 92/81, European University Institute, resumen publicado en el *Bulletin of the International Statistical Institute*, 49th Session, Book 1, Florence.
- Gómez, V.; Maravall, A. (2001). "Automatic Modeling Methods for Univariate Series", en D. Peña, G. C. Tiao y R. S. Tsay (eds.), *A Course in Time Series Analysis*, cap. 7, Nueva York: J. Wiley and Sons.
- Gómez, V.; Maravall, A. (2001). "Seasonal Adjustment and Signal Extraction in Economic Time Series", en D. Peña, G. C. Tiao y R. S. Tsay (eds.), *A Course in Time Series Analysis*, cap. 8, pp. 202-247, Nueva York: J. Wiley and Sons.
- Gómez, V.; Maravall, A. (1996). "Programs Tramo and Seats, Instruction for User (beta version: september 1996)", working papers, núm. 9628, Banco de España.
- Hillmer, S. C.; Tiao, G. C. (1982). "An Arima-Model Based Approach to Seasonal Adjustment", *Journal of the American Statistical Association*, vol. 77.
- Melo, L.; Parra, D. (2013). "Efectos calendario sobre la producción industrial en Colombia", documento por publicar, Banco de la República.
- Villareal, F. (2005). "Elementos teóricos del ajuste estacional de series económicas utilizando X-12-Arima y Tramo-Seats", documento interno, Cepal, División de Estadística y Proyecciones Económicas, Serie estudios estadísticos y prospectivos, Santiago de Chile, diciembre.

6 Para un *outlier* aditivo (AO),  $D_i(B)=I$ ; para un cambio transitorio (TC),  $D_i(B)=1/(1-0,7B)$ , y para uno de cambio de nivel (LS),  $D_i(B)=I/(1-B)$ .

7 Arima es un modelo autorregresivo integrado de media móvil.

8 Estacionariedad de la serie (polinomios cuyas raíces son estables) y ruido blanco en los errores del modelo, entre otros.

### III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

**La inflación al consumidor aumentó ligeramente** en el segundo trimestre, aunque su nivel se mantuvo por debajo de la meta del 3,0%. El promedio de los indicadores de inflación básica no presentó cambios de importancia.

**Las presiones alcistas por la depreciación del peso habrían** sido contrarrestadas por otros factores, como una demanda interna más débil, escasos ajustes en los costos de producción, precios internacionales de materias primas estables o en descenso y expectativas de inflación bajas.

**Entre abril y junio las presiones inflacionarias se concentraron** en el componente regulado del IPC, siendo el rubro de energía el que más generó volatilidad.

Gráfico 23  
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

La inflación anual al consumidor aumentó en el segundo trimestre de este año, luego de mantener una tendencia descendente desde octubre de 2011 (4,0%) y alcanzar su mínimo nivel en varias décadas en febrero pasado (1,83%). La cifra de junio ascendió a 2,16%, 25 pb por encima del registro de marzo y dentro del rango meta de inflación de largo plazo (2% a 4%) definido por la JDBR (Gráfico 23 y Cuadro 6).

El nivel de inflación anual alcanzado a finales del segundo trimestre estuvo un poco por encima de lo previsto en el *Informe sobre Inflación* anterior. Los errores de pronóstico se presentaron sobre todo en el IPC de regulados, segmento donde se observaron las principales presiones alcistas. En el grupo de alimentos los resultados también superaron un poco los pronósticos, sobre todo en la subcanasta de perecederos.

**Cuadro 6**  
**Indicadores de inflación al consumidor**  
(a junio 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
<b>Total</b>	<b>3,73</b>	<b>3,40</b>	<b>3,20</b>	<b>3,08</b>	<b>2,44</b>	<b>2,00</b>	<b>1,83</b>	<b>1,91</b>	<b>2,02</b>	<b>2,00</b>	<b>2,16</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>3,13</b>	<b>2,95</b>	<b>2,80</b>	<b>2,87</b>	<b>2,40</b>	<b>2,11</b>	<b>2,08</b>	<b>2,11</b>	<b>2,20</b>	<b>2,28</b>	<b>2,48</b>
Transables	0,80	0,68	1,01	1,09	0,77	0,73	0,71	1,13	0,98	1,06	1,10
No transables	3,64	3,71	3,62	4,02	3,92	3,94	3,84	3,85	3,83	3,74	3,78
Regulados	5,81	4,94	3,92	3,31	1,91	0,67	0,71	0,19	0,86	1,25	1,98
<b>Alimentos</b>	<b>5,27</b>	<b>4,56</b>	<b>4,22</b>	<b>3,63</b>	<b>2,52</b>	<b>1,69</b>	<b>1,19</b>	<b>1,41</b>	<b>1,57</b>	<b>1,29</b>	<b>1,34</b>
Perecederos	7,73	5,18	(2,04)	(2,35)	(3,90)	(5,00)	(5,58)	(1,86)	0,41	2,57	2,44
Procesados	4,50	3,69	5,12	4,33	2,83	2,19	1,60	1,25	0,91	(0,14)	(0,11)
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
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
Núcleo 20	3,92	3,76	3,56	3,71	3,23	2,95	2,78	2,78	2,79	2,72	2,83
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
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
<b>Promedio de todos los indicadores</b>	<b>3,15</b>	<b>3,02</b>	<b>3,02</b>	<b>3,16</b>	<b>2,80</b>	<b>2,59</b>	<b>2,49</b>	<b>2,52</b>	<b>2,48</b>	<b>2,44</b>	<b>2,52</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Pese a lo anterior, las presiones inflacionarias fueron pocas en estos tres meses, atribuible, en buena parte a un crecimiento económico más débil, observado desde mediados del año pasado, que se extendió al primer trimestre del año en curso, y que influyó sobre el consumo de los hogares. La aceleración que se esperaba para el segundo trimestre sería todavía moderada, como se explicó en el capítulo II de este informe. Debido a ello, las estimaciones para la brecha del producto la sitúan en terreno ligeramente negativo para la primera mitad de 2013, con lo cual no debieron haberse presentado presiones alcistas sobre los precios, originadas en la demanda.

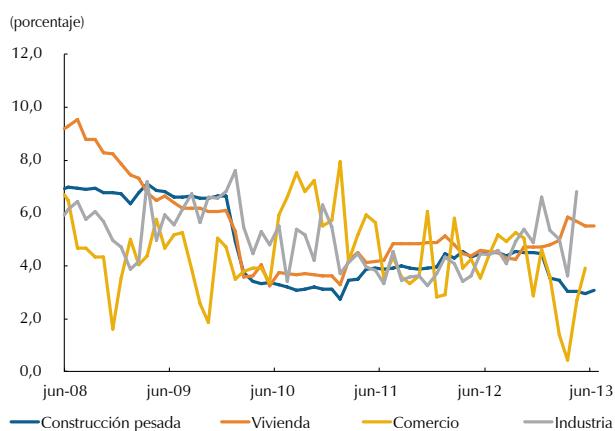
Adicionalmente, los costos no salariales continuaron mostrando caídas en términos anuales, aunque estas se empezaron a moderar hacia junio. Lo anterior se concluye al observar el comportamiento del IPP total, cuya variación anual se ha mantenido en terreno negativo a lo largo de la primera mitad del año, cerrando junio en -0,2% (frente al -1,9% de marzo) (Gráfico 24). Si bien se observó alguna trasmisión de la depreciación del peso al IPP de importados (0,60%), esta habría sido compensada, en buena parte, por precios internacionales en descenso de los bienes básicos.

**Gráfico 24**  
IPP por procedencia  
(variación anual)



Fuente: DANE.

**Gráfico 25**  
Salarios nominales  
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a las presiones de costos salariales, estas también continuaron siendo escasas en el período marzo-junio. Los salarios siguieron ajustándose a tasas relativamente moderadas, sobre todo en el caso del comercio y de la construcción pesada. Para la industria y la construcción de vivienda los ajustes salariales aumentaron y se situaron por encima del rango meta (entre 5,0% y 5,5%) (Gráfico 25). Sin embargo, hay que tener en cuenta que con la reducción de los parafiscales, de la reforma tributaria aprobada a finales de 2012 que entró en vigencia en el segundo trimestre de este año, dichas alzas no deberán traducirse en aumentos en los costos de mano de obra para las empresas.

A todo lo anterior se suman unas expectativas de inflación que a lo largo de estos meses se mantuvieron por debajo de la meta de inflación puntual del 3,0%, como se señala en el capítulo IV de este informe.

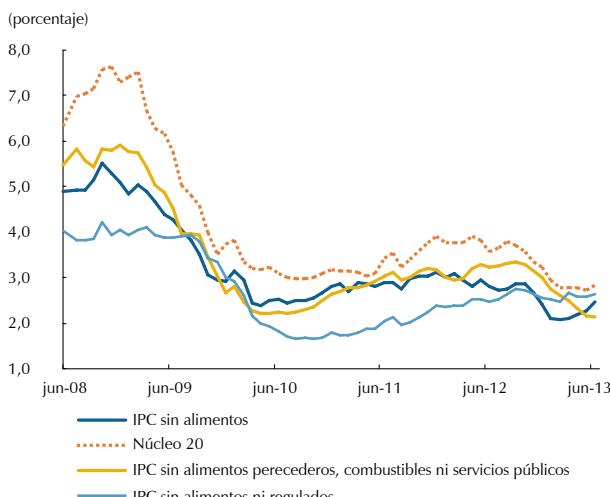
Dentro de los factores que pueden haber presionado al alza la inflación se destaca el comportamiento del tipo de cambio. La depreciación del peso con respecto al dólar observada en los últimos dos meses, junto con algunas medidas proteccionistas en productos específicos de la industria del calzado, confecciones y la agricultura, habrían comenzado a producir algunas alzas en precios en este período. Sin embargo, dichas presiones no fueron generalizadas y resultaron contenidas por el poco dinamismo de la demanda local, por las expectativas bajo control y por unos precios internacionales estables o en descenso, entre otros factores.

## A. LA INFLACIÓN BÁSICA

La inflación básica registró pocos cambios en el segundo trimestre. El promedio de los cuatro indicadores que son monitoreados periódicamente por el Banco de la República se situó en 2,5% en junio, el cual es el mismo nivel que el observado tres meses atrás. Este promedio había descendido entre octubre del año pasado (cuando alcanzó 3,1%) y marzo de este año (Gráfico 26).

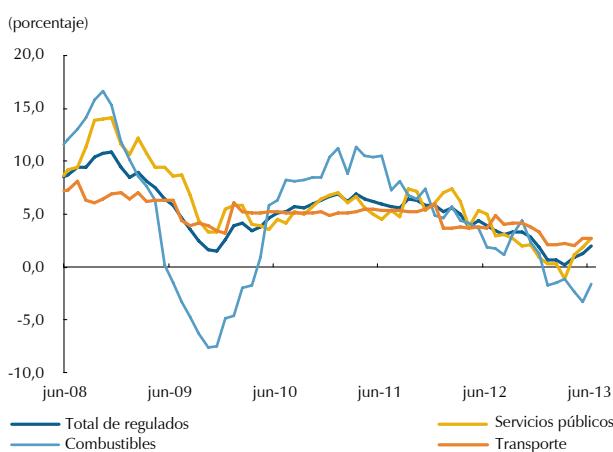
El análisis individual por indicadores muestra que todos se encuentran por debajo de la meta puntual de inflación, siendo el núcleo 20 (2,8%) el de mayor nivel y el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos (2,1%) el menor. Este último indicador fue el único que se redujo durante el segundo trimestre de manera importante (37 pb). El IPC sin alimentos (2,5%) fue el que más aumentó

**Gráfico 26**  
Indicadores de inflación básica



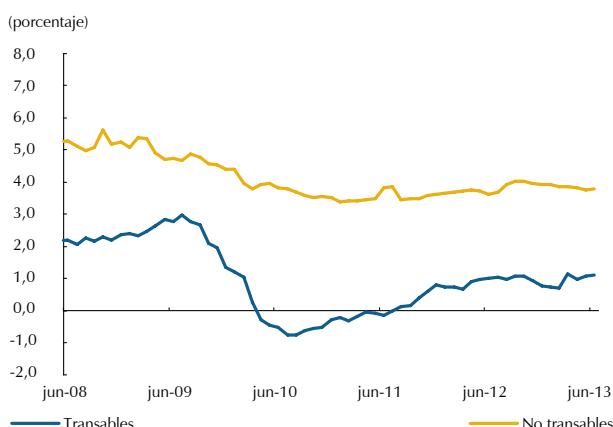
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 27**  
IPC de regulados y sus componentes  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 28**  
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

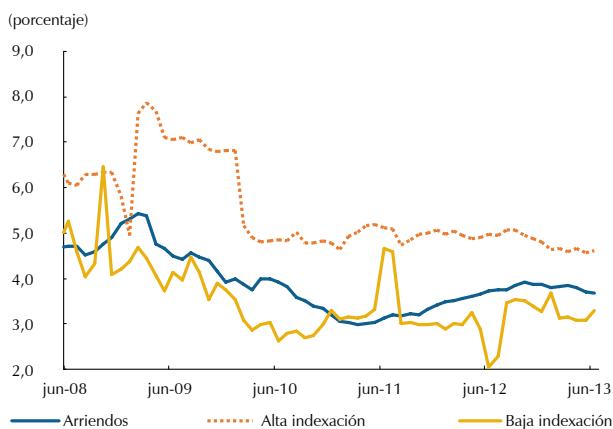
en el mismo período (37 pb), mientras que el IPC sin alimentos ni regulados (2,6%) se mantuvo relativamente estable (Gráfico 26).

El aumento de la inflación sin alimentos entre marzo y junio está asociado con el comportamiento del componente regulado de la canasta familiar (Cuadro 6). Esta última subcanasta mostró una tendencia ascendente a lo largo del segundo trimestre, al pasar de 0,2% en marzo a 2,0% en junio (Gráfico 27). Dentro de los regulados se observa que los servicios públicos y, en menor medida el transporte, concentraron las mayores presiones alcistas. Por el contrario, la variación anual del IPC de combustibles (-1,6%) cayó levemente entre marzo y junio, manteniéndose en terreno negativo. Esto último como resultado de los menores precios internacionales del petróleo frente al mismo período del año pasado, lo cual compensó los efectos de la depreciación del peso.

En el caso de los servicios públicos, el aumento se explica por energía, rubro que aumentó 2,6% durante junio, siendo Cali y Bogotá las ciudades con mayores incrementos durante el segundo trimestre: 16,1% y 9,5%, respectivamente. Las alzas que podrían ser transitorias para los consumidores en parte estarían explicadas por los previos aumentos en los precios de la energía en bolsa, asociados con una menor capacidad de generación hidráulica (por un nivel bajo en los embalses). El resto de servicios públicos (agua y gas) también aumentaron durante estos meses, aunque levemente.

Por su parte, la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados (3,8%) no registró cambios de importancia, reflejando escasas presiones de demanda (Gráfico 28). En los no transables se destaca la reducción que experimentó la variación anual de arriendos (a 3,7%) durante el segundo trimestre; dicho indicador se había mantenido estable en torno al 3,9% entre octubre de 2012 y marzo de 2013. El leve descenso de los arriendos durante el segundo trimestre del año ha sido menos marcado que el esperado en informes anteriores, teniendo en cuenta que este rubro es altamente indexado y que la inflación del año pasado finalizó en 2,4%. Por su parte, el grupo de rubros con alta indexación se mantuvo estable en el segundo trimestre en 4,6%, no así el de baja indexación, el cual

Gráfico 29  
IPC de no transables  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

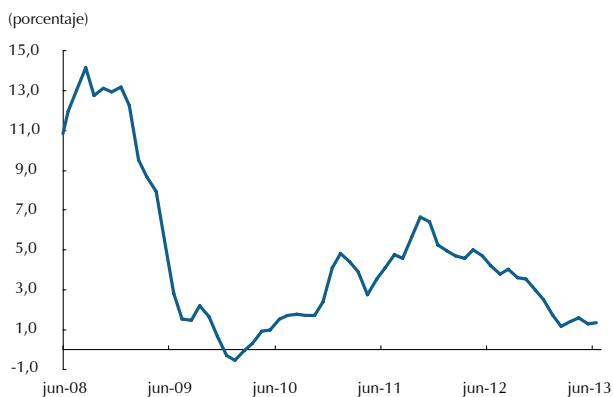
tendió a subir levemente, pasando de 3,2% en marzo a 3,3% en junio, siendo los servicios relacionados con la diversión (sobre todo boletas de fútbol) el rubro con mayor aporte al aumento de la inflación en el trimestre (Grafico 29). Parte de estas alzas, sin embargo, serían transitorias.

Finalmente, el componente transable del IPC sin alimentos ni regulados mantuvo el mismo nivel de marzo (1,1%), sin que aún este componente haya incorporado plenamente la depreciación del peso registrada durante mayo y junio. Este comportamiento es normal dado que el rezago con que opera la transmisión del tipo de cambio a los precios al consumidor en Colombia suele ser de un trimestre o incluso más, por lo que su impacto podría sentirse durante la segunda mitad del año.

Otra presión adicional sobre el componente transable provino de la aplicación de un arancel mixto para las confecciones y el calzado. Esta medida, en principio, estará vigente por un año y se viene aplicando desde marzo pasado<sup>6</sup>.

De todas maneras, los efectos de la depreciación y de los aranceles estarían siendo compensados por unos precios internacionales de combustibles y otras materias primas que no aumentaron frente a los registrados en igual período del año pasado. Asimismo, por una demanda y en particular un consumo que crecen por debajo de su tasa histórica promedio. Y por último, porque la entrada en vigencia del TLC con los Estados Unidos disminuyó aranceles para productos intermedios y finales que moderan los costos de producción y distribución de productos transables y no transables.

Gráfico 30  
IPC de alimentos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

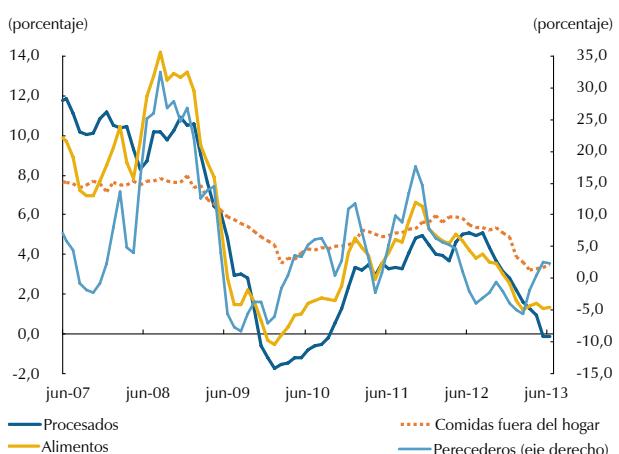
## B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

La tendencia descendente que se observaba en la variación anual de alimentos desde octubre de 2011 (6,6%) se detuvo durante el segundo trimestre de este año. En junio este indicador cerró en 1,3%, cifra similar a la registrada en marzo pasado (Gráfico 30). A pesar de ello, los precios de los alimentos vienen mostrando ajustes menores que los previstos tanto por el mercado como por el anterior *Informe sobre Inflación*.

Durante el trimestre se observaron todo tipo de comportamientos en los principales componentes de la

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

**Gráfico 31**  
IPC de alimentos por grupos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

cesta de alimentos. En el grupo de perecederos la variación anual del IPC respectivo se incrementó de manera significativa a partir de marzo, luego de alcanzar un mínimo histórico reciente en febrero (con -5,6%). Las alzas en precios han abarcado un número importante de productos y se observan después de que estos alcanzaran niveles relativamente bajos hacia finales del año pasado y comienzos del actual, por lo que su comportamiento reciente puede obedecer al ciclo normal de producción (Gráfico 31, Cuadro 6). Es importante señalar que los costos de producción de los alimentos perecederos habrían disminuido o manteniendo estables en los últimos meses gracias a las menores alzas en los precios de los combustibles y a la reducción arancelaria generada por el TLC con los Estados Unidos.

Con respecto a los alimentos procesados, su variación anual mostró estabilidad en mayo y junio (-0,1%), luego de descensos marcados desde mediados del año pasado (Gráfico 31). La tendencia decreciente habría estado asociada con los menores niveles en los precios internacionales de varios productos agrícolas importados. Adicionalmente, en lo corrido de 2013 los alimentos procesados han afrontado menores presiones inflacionarias derivadas de la nueva reforma tributaria, la cual implicó una rebaja en el IVA para maquinaria e insumos agrícolas, azúcar, chocolate y pastas, entre otros. Este choque es por una sola vez y su efecto se sentirá sobre la variación anual de precios en lo que resta de 2013.

Por último, la variación anual de las comidas fuera del hogar aumentó levemente en el segundo trimestre (3,4%), luego de las caídas registradas en los tres períodos anteriores. Su comportamiento en lo corrido del año refleja la reducción de los impuestos indirectos, un consumo privado más débil que el del año pasado, ajustes moderados en los costos de mano de obra y pocos aumentos en los precios de los alimentos.

## IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

**Las proyecciones de crecimiento** económico del año 2013 fueron ligeramente ajustadas a la baja. Este año la expansión será similar a la observada en 2012 y a la promedio histórica.

**La inversión deberá desempeñar** un papel importante en la dinámica económica durante 2013, gracias al mayor crecimiento que se espera para la construcción de vivienda y de obras civiles. El consumo de los hogares registrará un comportamiento similar al del año pasado.

**Se espera que la reducción de las tasas de interés**, efectuada entre mediados del año pasado y comienzos de este, tenga su mayor efecto sobre la actividad real en los próximos dos trimestres.

**Las presiones inflacionarias para lo que resta del año y para 2014** se mantienen contenidas, y la probabilidad de que la inflación se ubique dentro del rango meta en estos dos años sigue siendo alta.

### A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

En este informe el pronóstico central de crecimiento del PIB para 2013 fue ajustado un poco a la baja. Los mayores cambios en la expansión esperada de la actividad económica ocurrieron en la inversión distinta de aquella destinada a la construcción de edificaciones y de obras civiles (y en menor medida en el consumo público), debido a que los resultados observados en el primer trimestre estuvieron por debajo de lo contemplado. A pesar de lo anterior, todavía se prevé cierta recuperación económica durante el segundo trimestre y sobre todo para lo que resta del año.

*Se prevé una mejoría  
de la situación  
económica interna  
durante la segunda  
mitad de 2013.*

El contexto internacional desempeña un papel importante para determinar las proyecciones de crecimiento del PIB. Las previsiones del desempeño de la actividad económica para todo el año incorporan un escenario donde la demanda externa se recupera lentamente, pero a un ritmo menor que el contemplado antes. En este

*Los programas de construcción de vivienda adelantados por el Gobierno impulsarán la economía a lo largo del año.*

orden de ideas, los precios internacionales de los bienes básicos (en especial aquellos de origen minero) serían, en promedio, menores que los registrados en 2011 y 2012, de acuerdo con la reciente desaceleración de grandes economías emergentes como China y Brasil. Por otra parte, las condiciones de financiamiento en el exterior estarán estrechamente relacionadas con las decisiones de política fiscal y monetaria en los Estados Unidos, como se mencionó en el capítulo I. Finalmente, a pesar de que no se espera un deterioro significativo de la confianza ni de los niveles de riesgo para Colombia y otros países de América Latina, los flujos de capitales por concepto de IED no alcanzarían los niveles que se observaron en los últimos dos años, como se recoge en las proyecciones de balanza de pagos ya presentadas.

En el ámbito interno se espera que las acciones de política monetaria más expansionistas, adelantadas desde mediados de 2012 y hasta el primer trimestre de 2013, tengan un efecto positivo sobre la actividad real durante la segunda mitad de este año, teniendo en cuenta el rezago normal con el que opera la política monetaria sobre la actividad real, que se estima entre dos y cuatro trimestres. Adicionalmente, se prevé un impulso proveniente de los programas de construcción de vivienda de interés prioritario y de los subsidios a las tasas de interés para la adquisición de vivienda anunciados por el gobierno nacional a comienzos de año. Lo anterior sugiere que las dinámicas de la construcción de edificaciones y de obras civiles serán fundamentales para que la economía colombiana crezca en 2013 a tasas cercanas a su promedio histórico.

En el primer caso, si el programa de construcción de vivienda con fines sociales que adelanta el gobierno nacional se ejecutase como se tiene previsto, se observaría un crecimiento del PIB de edificaciones a tasas de dos dígitos. A pesar de lo anterior, se han presentado limitaciones en cuanto al proceso para otorgar licencias ambientales, compra de predios y adecuación de terrenos para la construcción de infraestructura de servicios públicos y de saneamiento. Con respecto a la construcción de edificaciones distinta de la residencial, no se prevé un desempeño desfavorable hacia futuro, en especial por el cambio de la tendencia del número de licencias.

Para el caso de las obras civiles, las expectativas sobre un mayor grado de ejecución presupuestal por parte de los gobiernos locales auguran un buen desempeño de este rubro para lo que resta del año. Adicionalmente, se prevé una mayor cantidad de recursos por concepto de regalías, las cuales estuvieron represadas el año pasado mientras entraba en vigencia el nuevo sistema general de regalías (SGR). Por disposiciones legales estas deberían ser destinadas a financiar obras de infraestructura pública en los ámbitos municipal y regional. Es importante señalar que se espera que hacia futuro se agilicen los trámites en materia de licenciamiento ambiental, así como el proceso de adjudicación y ejecución de proyectos de infraestructura<sup>7</sup>.

*Las inversiones en construcción de edificaciones y en obras civiles desempeñarán un papel importante en el crecimiento del PIB.*

<sup>7</sup> Esto a raíz de la presentación del proyecto de la ley de infraestructura por parte del gobierno nacional.

*Los menores precios internacionales de las materias primas han ocasionado alguna reducción en los planes de inversión en el sector minero.*

En contraste con todo lo anterior, en este informe se prevé un menor desempeño de la inversión privada diferente a construcción en 2013. En el sector manufacturero la inversión se verá afectada por las pobres expectativas que tienen los industriales sobre el desempeño del sector en lo que resta del año. La expansión de los niveles de inversión en maquinaria y equipo ha venido desacelerándose paulatinamente desde mediados del año pasado, de acuerdo con las caídas observadas en el crecimiento de la actividad industrial. La baja demanda de manufacturas y las condiciones en materia cambiaria son los principales problemas que reportan los industriales al momento de identificar las razones que obstaculizan sus intenciones de inversión en bienes de capital.

Las expectativas de inversión de capital en el sector minero también son distintas frente a las contempladas en informes pasados. Los menores precios internacionales para los bienes mineros han ocasionado alguna reducción de los planes de inversión de mediano y largo plazos de las firmas mineras, en especial aquellas dedicadas a la extracción de carbón y oro. Por otro lado, los distintos choques de oferta presentados durante la primera mitad del año también podrían haber influido en el clima de negocios en el sector.

En 2013 el consumo de los hogares crecería a una tasa ligeramente inferior a la observada en promedio para la última década (4,0%), afín con las proyecciones de mediano plazo presentadas en el anterior *Informe sobre Inflación*. A pesar de las menores proyecciones de los términos de intercambio, se espera que el crédito bancario siga expandiéndose a tasas anuales importantes y que el mercado laboral no muestre signos de deterioro.

En el desempeño de los rubros de comercio exterior se esperan desaceleraciones, aunque mayores para el caso de las importaciones que para las exportaciones. Las tasas de crecimiento de las compras al exterior se desacelerarían en un contexto donde la demanda interna evidenciaría un dinamismo moderado. Por su parte, el ritmo con el que crezcan las exportaciones dependerá de las condiciones de la producción de bienes primarios de origen minero. A pesar de que la entrada en vigencia de distintos TLC con varios países asegura un incremento del tamaño de los mercados potenciales, se espera que sus efectos en la actividad real sean más evidentes a futuro.

En cuanto al PIB por ramas de actividad, se espera que los sectores de mayor crecimiento en 2013 sean la minería y la construcción, 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 y la incertidumbre sobre su comportamiento continúa siendo elevada.

Otros sectores como el financiero, los servicios sociales, personales y comunales y el suministro de electricidad, gas y agua mostrarían tasas positivas y cercanas a las del crecimiento promedio de la economía colombiana en 2013. Para lo que resta del año también se prevé una significativa recuperación del sector agrícola, principalmente por el café, cuya producción creció en la primera mitad del año alrededor de 35%, de acuerdo con estimaciones de la Federación Nacional de Cafeteros.

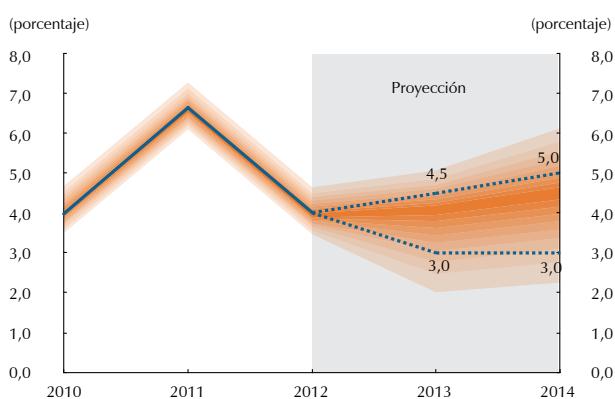
*La producción de petróleo podría crecer 8,0% en todo 2013.*

Para la minería se contempla una recuperación, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron la cadena de producción del petróleo y el carbón en 2012; sin embargo, su crecimiento en el año completo no alcanzará las elevadas tasas reportadas en los años anteriores (por encima del 10%). Las cifras de la producción de petróleo hasta junio mostraron niveles superiores al millón de barriles diarios en promedio, lo que ratifica las expectativas favorables sobre el sector. De mantenerse el nivel actual de producción, esta subrama podría crecer alrededor de 8% para todo el año.

En el caso del carbón, el segundo producto colombiano de exportación, la meta de producción para 2013 es de 94 millones de toneladas, luego de que se observara una cifra de 89,2 millones en 2012. Esta actividad presentaría una aceleración frente a lo registrado el año anterior, aunque no recuperaría las tasas de crecimiento de dos dígitos de años anteriores. Dichas proyecciones incluyen los choques de oferta observados al inicio del año. No obstante, la incertidumbre sobre el resultado que pueda tener esta rama en la segunda mitad del año es alta, debido a los anuncios sobre posibles paros, los cuales afectarían la producción.

En contraste, la tendencia de la industria observada a mayo continúa mostrando señales de un deterioro de dicha actividad (-2,9% en lo corrido del año). Este hecho, junto con las menores expectativas de los industriales, limita la perspectiva sobre el comportamiento de esta rama para el año completo. Sin embargo, hacia el segundo semestre del año la recuperación gradual de la demanda externa prevista en el capítulo I, y la aceleración de la demanda interna contemplada en los pronósticos de crecimiento previamente descritos, podrían favorecer un mejor desempeño del sector. Así mismo, se espera que los programas del Gobierno orientados a estimular la industria contribuyan a revertir su tendencia descendente. De cumplirse todo lo anterior, se apreciarían crecimientos positivos, aunque moderados, a partir de la segunda mitad del año, lo cual implicaría una tímida recuperación de la industria frente a lo observado en 2012.

Gráfico 32  
*Fan chart* del crecimiento anual del PIB

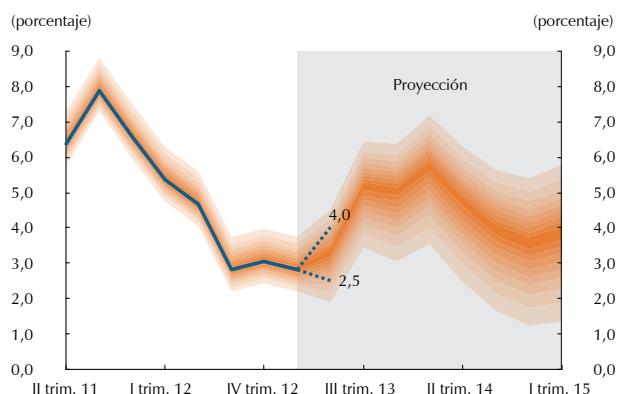


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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 3,0% y 4,5% (hace tres meses era de 3,0% a 5,0%). La amplitud de este intervalo continúa siendo elevada, como se aprecia en el balance de riegos o *fan chart* (Gráfico 32). 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 del intervalo de pronóstico son afines con el escenario bajo y alto del contexto internacional, expuesto en el capítulo I.

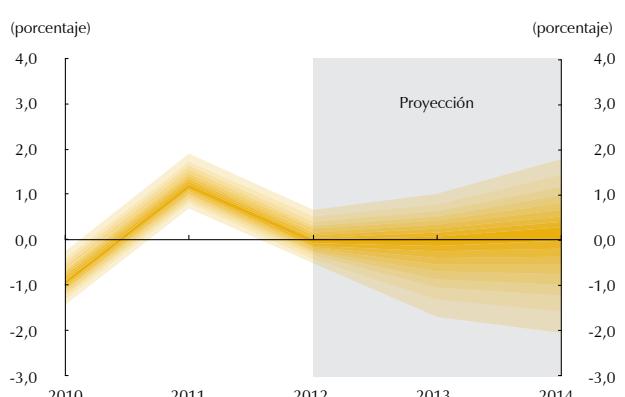
Los *fan chart* de crecimiento (gráficos 32 y 33) sugieren una mayor importancia de los riesgos a la baja, lo

**Gráfico 33**  
*Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral*



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 34**  
*Fan chart de la brecha del producto*



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

que apunta a una probabilidad no despreciable de que la expansión del PIB en 2013 se ubique por debajo de la senda central. Los principales riesgos 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. El riesgo externo podría materializarse a través de una menor demanda externa, menores transferencias e IED, pérdida de confianza y mayores primas de riesgo. Mientras que los riesgos alcistas están relacionados con reducciones de costos tanto por caídas en el precio de los regulados como en el de materias primas importadas gracias a los TLC.

Las estimaciones de la brecha del producto para 2013 indican que esta será cercana a cero. De acuerdo con el gráfico 34, en este año la brecha se ubicará en un intervalo entre -1,7% y 1%, lo cual representa una brecha menor a la estimada para 2012. Para 2014 se espera que la brecha se sitúe entre -1,8% y 2%, ligeramente menor que lo proyectado en el informe anterior. De acuerdo con las perspectivas de crecimiento económico presentadas en este informe, las estimaciones más recientes de la brecha indican una tendencia positiva hacia 2014.

Por su parte, la brecha del mercado laboral continúa cerrándose, con un desempleo que se ubicaría en 2013 muy cerca, pero por debajo, de su tasa consistente con una inflación estable (*Nairu*, por su sigla en inglés). Al ser los valores estimados del indicador cercanos a cero, se anticipan pocas presiones inflacionarias para 2013 y 2014.

## B. INFLACIÓN

### 1. Pronósticos

Los pronósticos de inflación anual para lo que resta del año cambiaron poco en este informe en relación con lo presentado tres meses atrás. Hacia 2014 la senda proyectada se redujo un poco y en la actualidad se mantiene por debajo del punto central del rango meta, aunque cierra dicho año y comienza 2015 con una senda levemente ascendente.

En general, para los próximos seis trimestres se siguen vislumbrando pocas presiones alcistas sobre la inflación en Colombia. Como se mencionó, el desempeño económico interno de la primera mitad de 2013, por debajo de su potencial, implica

*La posibilidad de que se presenten presiones de demanda sobre los precios sigue siendo limitada.*

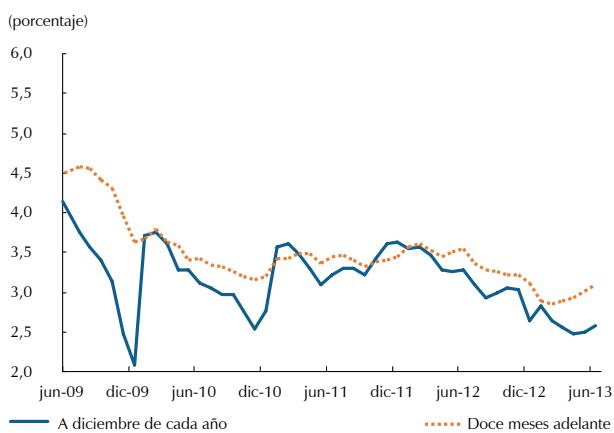
una brecha del producto en terreno negativo para lo que resta del año. Hacia comienzos de 2014 esta brecha estaría cerca de cero gracias a la recuperación en el ritmo de crecimiento que se espera para la segunda mitad del año en curso, pero, de todas maneras, es algo menor que la estimada en el informe trimestral de marzo.

Así las cosas, si se verifican estas proyecciones, sigue siendo limitada la posibilidad de que se presenten presiones sobre precios originadas en la demanda. Esto ayudará a mantener los ajustes de precios de los bienes y servicios no transables alineados con la meta de largo plazo de la JDBR (entre 2% y 4%).

En materia de presiones externas, estas deberán seguir siendo escasas. Los pronósticos de inflación en las economías avanzadas y las de la mayoría de países emergentes con los que comercia Colombia así lo sugieren (véase el Capítulo I de este informe). Por otro lado, el crecimiento de la demanda mundial continuará débil en lo que resta del año y durante 2014, pese al comportamiento más alentador que se espera hacia el mediano plazo. En este entorno los precios internacionales de los combustibles y de las materias primas importadas por el país se mantendrán estables o seguirán descendiendo, lo cual impediría aumentos de importancia en los costos internos de producción y de transporte, entre otros.

Los costos internos, sobre todo los laborales, tampoco deben ser fuente de presiones alcistas, por lo menos en lo que resta del año. Con ajustes salariales que en promedio oscilan alrededor de 4,5%, la posibilidad de que se generen aumentos en los precios que pongan en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación es baja, si se suponen ganancias en productividad del orden del 1%, como puede ser lo más probable. Además, a partir de mayo de este año entró en vigencia la reforma tributaria, la cual traería rebajas en los parafiscales, con lo cual las firmas pueden asumir ajustes salariales mayores sin que necesariamente se reflejen en aumentos efectivos en los costos de contratación. Por otro lado, el descenso de la tasa de desempleo ha sido gradual y no ha conducido aún a una situación de estrés en el mercado laboral, donde la demanda pueda estar superando la oferta.

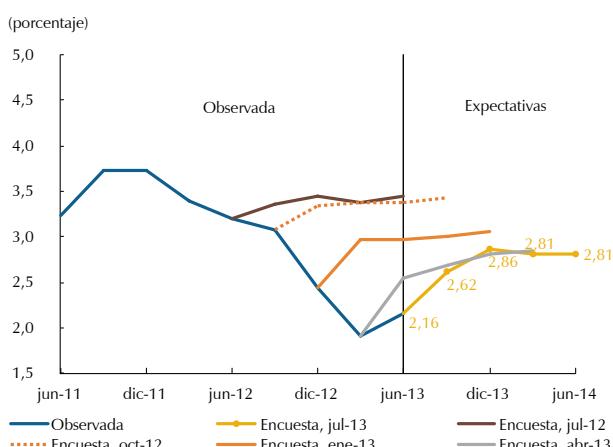
Gráfico 35  
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

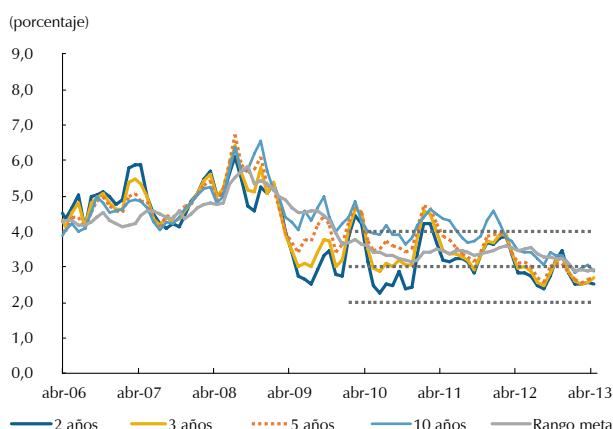
Otro factor que continúa desempeñando un papel estabilizador de la inflación hacia los próximos trimestres son las expectativas. La encuesta mensual, aplicada a comienzos de julio por el Banco de la República a los analistas del mercado financiero, mostró una inflación esperada promedio para finales de este año de 2,6% y para mediados del próximo de 3,1%; ambos datos son similares a los obtenidos hace tres meses (2,6% y 2,9%, respectivamente) (Gráfico 35). Por su parte, la encuesta trimestral del Banco que recoge las opiniones de los empresarios y sindicatos, entre otros, exhibió una inflación esperada a finales de este año de 2,9% y para junio de 2014 de 2,8%, también muy similar a la del informe anterior (Gráfico 36).

**Gráfico 36**  
Inflación observada y expectativas de inflación  
(a tres, seis, nueve y doce meses)  
(inflación anual)



Fuente: DANE y Banco de la República.

**Gráfico 37**  
Expectativas de inflación derivadas de los TES (a dos, tres,  
cinco y diez años)  
(promedio mensual)<sup>a/</sup>



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

Una conclusión similar se desprende del examen de las expectativas de inflación derivadas de la curva de rendimiento de los TES. En los seis últimos meses las inflaciones esperadas a horizontes entre dos y diez años se mantuvieron bastante estables, en un rango entre 2,5% y 3,0%, aproximadamente. Desde mediados de 2005, cuando empezó a recogerse esta información, dichas medidas nunca se habían mantenido tan bajas durante un tiempo considerable (Gráfico 37).

Los factores anteriores compensarían las presiones alcistas esperadas por el lado del tipo de cambio. En lo corrido del año la depreciación del peso asciende a 8,0% (entre finales de diciembre y de junio), lo que corresponde a una depreciación anual de 6,6% en junio. El debilitamiento del peso colombiano frente al dólar fue en particular importante en el segundo trimestre. En principio estas circunstancias debieron haber impactado la inflación anual en dicho período, y en especial la variación anual del IPC de transables. Sin embargo, la trasmisión hacia los precios internos no se materializó y ello puede obedecer al moderado crecimiento de la demanda interna y a pocos ajustes en los costos de producción y distribución, como se señaló en el capítulo III. Aun así, los efectos deberán ser más claros en lo que resta del año, si el peso mantiene los niveles observados recientemente frente al dólar, debido a que el grueso de la trasmisión de la depreciación a la inflación tiende a darse con un rezago de uno o dos trimestres.

Los actuales pronósticos de inflación tienen en cuenta que en los últimos trimestres se observaron algunos choques puntuales sobre los precios, los cuales deberán desvanecerse a partir del segundo semestre. El

más importante de ellos es la disminución de los impuestos indirectos para varios productos de la canasta del consumidor, sobre todo alimentos, que redujeron entre 20 y 30 pb la inflación total. Igualmente, el efecto que los menores aranceles para materias primas importadas tuvieron sobre los costos desde mediados del año pasado, con la entrada en vigencia del TLC con los Estados Unidos.

En los próximos cuatro trimestres podrían presentarse algunos otros choques transitorios que no han sido incluidos en los pronósticos, porque todavía existe una considerable incertidumbre acerca de su tamaño y de la fecha en que se presentarían. Tal es el caso de las rebajas que eventualmente se darían a las tarifas de aseo por la aprobación del nuevo marco regulatorio para el sector, según lo anunciado en junio por el Ministerio de Vivienda. Dicho marco, que aún tiene

que ser expedido, implicará una reducción en las tarifas para cerca del 80% de la población del país, cobijando a más de 350 municipios<sup>8</sup>. También es posible que sea aprobado el proyecto de ley que busca eliminar el cargo fijo para todos los servicios públicos, excepto el de telecomunicaciones, a partir de 2014<sup>9</sup>.

Con todo lo anterior, para este informe se efectuaron revisiones de los pronósticos de inflación que fueron moderadas. En el caso del IPC de regulados se presentó un aumento en la variación proyectada para lo que resta de año, lo que obedece a los mayores ajustes observados en las tarifas de energía eléctrica frente a lo estimado inicialmente. Al respecto, cabe advertir que la volatilidad de este rubro ha aumentado sensiblemente en los últimos trimestres, por lo que la precisión de las proyecciones ha disminuido. En cuanto a los precios de la gasolina, los aumentos para lo que resta del año deberán ser pocos si el precio internacional del petróleo mantiene niveles alrededor de los 105 dólares el barril (para el Brent) y si el tipo de cambio conserva los niveles actuales. Algo similar se anticipa para el caso del precio del gas. Para 2014 tampoco se proyectan ajustes en estos dos rubros, superiores a la meta de inflación, en la medida en que no se anticipan alzas en los precios internacionales de los combustibles.

Para los IPC de transables (sin alimentos ni regulados) y de alimentos los pronósticos se revisaron un poco a la baja. En ambos casos, sin embargo, se esperan aumentos graduales para lo que resta del año y para el próximo. En los transables estos incrementos son, en parte, el resultado de la depreciación acumulada en los últimos meses. En alimentos, las alzas obedecen al ciclo normal de sus precios, los cuales hoy en día se encuentran en niveles bajos. Para esta subcanasta los pronósticos suponen condiciones climáticas normales para lo que resta del año, acogiéndose a las previsiones de los expertos. Para ambas canastas se espera una convergencia lenta hacia el 3%, la cual obedece a escasas presiones de demanda y a precios internacionales de las materias primas y alimentos importados estables o a la baja.

Finalmente, en el grupo de no transables sin alimentos ni regulados la variación anual deberá descender gradualmente hacia el 3% en el próximo año y medio. Ello también como resultado de una demanda que crecería a tasas satisfactorias, pero que no llevaría a un aumento de la brecha del producto, y por unas expectativas de inflación ancladas en la meta.

Así las cosas, la inflación sin alimentos aumentará un poco en los próximos tres trimestres, pero sin superar la meta cuantitativa. Algo similar se espera que suceda con la inflación total.

---

*La inflación sin alimentos aumentará un poco en los próximos trimestres, pero sin superar la meta de 3,0%.*

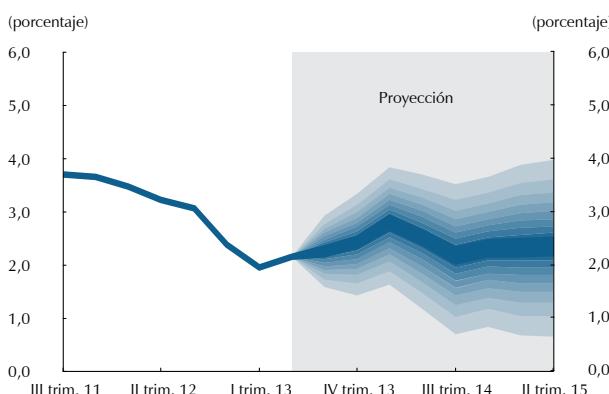
<sup>8</sup> Véase: <http://www.minvivienda.gov.co/Prensa/Noticias2013/Paginas/Con-nuevo-marco-tarifario-para-aseo,-Gobierno-busca-mejores-beneficios-para-los-usuarios.aspx>

<sup>9</sup> El día 29 de mayo de 2013 este proyecto de ley fue aprobado en primer debate por la Comisión VI del Senado de la República de Colombia.

## 2. Balance de riesgos

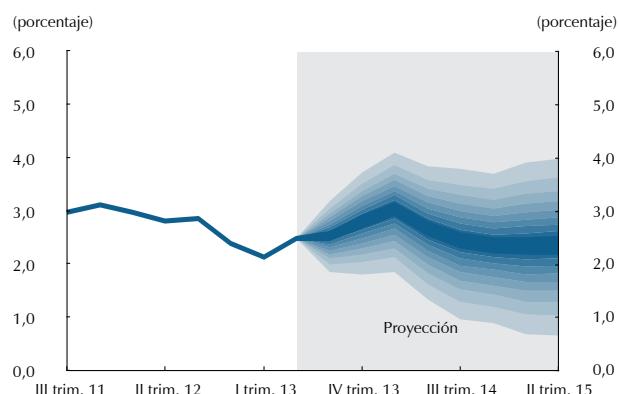
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 38 y 39. Para este informe se estima que persiste la alta incertidumbre relacionada con el comportamiento del contexto internacional, con sus posibles efectos sobre la tasa de cambio, con la evolución de los precios de los bienes regulados y con el crecimiento de las obras civiles. Estas circunstancias han permitido mantener la amplitud de los *fan chart* a un horizonte de ocho trimestres con respecto al 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 38**  
*Fan chart* de la inflación total



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 39**  
*Fan chart* de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

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

*Un menor crecimiento mundial al previsto en la senda central de pronóstico:* El panorama económico global ha mostrado un menor desempeño al esperado en informes anteriores. La mejoría observada en el gasto privado en los Estados Unidos ha sido contrarrestada por los efectos del ajuste fiscal, lo cual llevó a que en la primera mitad del año la expansión de esta economía siguiera siendo modesta. En este entorno se corre el riesgo de que termine siendo prematuro el posible desmonte de los estímulos a la liquidez por parte de la Fed. Por otro lado, en el primer semestre del año China tuvo una desaceleración en su crecimiento, mayor a la esperada, en parte, debido a restricciones de liquidez y a contracciones en su comercio externo. A su vez, la zona del euro, aunque ha experimentado algunos incrementos en sus indicadores de confianza, ha seguido contrayéndose en medio de problemas estructurales, como las dificultades para la integración financiera y el excesivo endeudamiento público y privado, los cuales están lejos de corregirse. Así, en este informe siguen siendo altos los riesgos de que la demanda mundial crezca por debajo de lo previsto.

*La inflación sigue enfrentando riesgos a la baja por un posible deterioro del entorno internacional.*

Un menor desempeño de las economías avanzadas y de China se traduciría en los países latinoamericanos, y en Colombia en particular, en una menor expansión de las exportaciones y muy probablemente en una caída de los términos de intercambio. El efecto sobre estos últimos puede acentuarse si las condiciones de la oferta de materias primas continúan mejorando. En este entorno, la demanda interna se afectaría vía menores ingresos y menor confianza, y los costos de producción y transporte podrían disminuir, generando todo ello presiones a la baja sobre la inflación, las cuales no están contempladas en la senda central de pronóstico. Estos efectos a la baja primarían sobre las presiones alcistas que podrían provenir de una mayor depreciación del peso, tal y como sucedió entre 2008 y 2009.

*Un crecimiento en Colombia menor que el previsto en la senda central por factores internos:* Sobre la industria manufacturera y la inversión en obras civiles y edificaciones se ciernen riesgos a la baja. En el primer caso, debido a su comportamiento reciente, el cual ha mostrado una contracción que no parece ceder. El pronóstico central contempla el final de la contracción de la industria manufacturera para el segundo semestre del año, algo que podría no observarse debido al menor crecimiento que se espera para los socios comerciales y a la mayor competencia que enfrente el mercado local a causa de la producción externa. En cuanto a la construcción, los problemas estructurales que enfrenta el sector, relacionados con el otorgamiento de licencias ambientales, consecución de tierras y limitada capacidad de ejecución, podrían mantenerse, retrasando las obras y conduciendo a un crecimiento más bajo que el supuesto en este informe. En materia de construcción cabe señalar que el pronóstico central supone una ejecución importante del proyecto de 100.000 viviendas de interés prioritario, adelantado por el gobierno central. Una dinámica interna más débil llevaría a una brecha de producto más negativa y a menores presiones de demanda sobre los precios.

*Algunos choques transitorios sobre los precios internos:* Situaciones como la entrada en vigencia del TLC con Europa, programada para agosto, y la reforma presentada por el Gobierno para cambiar la política de control de precios a los medicamentos, pueden generar presiones a la baja en diversos rubros del IPC, que no han sido consideradas en la senda central de pronóstico. Si bien estos choques son transitorios y su efecto sobre la inflación anual no se extiende más allá de un año, pueden tener repercusiones de más largo plazo si afectan la formación de expectativas e inciden en la fijación de los contratos de precios.

Por su parte, los principales riesgos al alza son:

*Una depreciación del tipo de cambio e incrementos del riesgo internacional mayores a los contemplados:* Puede haber presiones fuertes 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 en las primas de riesgo de las economías emergentes, incluida la colombiana. En este informe se espera que el retiro de dicho programa no tenga efectos cambiarios adicionales importantes sobre las monedas de la región, pues se supone que se anuncia con suficiente antelación y que obedece a la mejoría en los fundamentales

y en la dinámica económica de los Estados Unidos, algo en principio beneficioso para Colombia y el resto de América Latina. Pese a ello, una reacción más fuerte de las monedas de la región y del peso colombiano no se puede descartar, sobre todo si en el pasado reciente las valorizaciones de sus activos fueron excesivas y no contemplaron los fundamentos reales de estas economías. En este caso, una mayor depreciación generaría presiones alcistas sobre los costos de materias primas y alimentos importados, sobre el precio interno de la gasolina y, en general, sobre los precios de los bienes transables, mayores que los previstos.

*Aumentos importantes en el precio de los alimentos:* A pesar de que la disminución en los precios internacionales de materias primas tendría efectos a la baja en el IPC y de que las condiciones de oferta interna siguen siendo favorables, aun persiste un riesgo al alza en el precio de los alimentos para lo que resta del año y para 2014, debido al ciclo agrícola. Entonces, se mantendría lo mencionado en el informe anterior con respecto a la posibilidad de un aumento de los precios internos de los alimentos perecederos, como respuesta a posibles disminuciones en la oferta agrícola. Aquello, con base en una posible percepción de escasa rentabilidad en el negocio por parte de los productores, como consecuencia de los bajos niveles que estos precios habrían alcanzado en los últimos trimestres. El impacto de estos cambios en los precios de los alimentos podría tener efectos mayores y de más duración si se ven afectadas las expectativas de inflación.

Por otra parte, el nulo crecimiento del sacrificio de ganado vacuno en lo corrido del año ha impulsado el precio de la carne, y no se descarta que la fase de retención ganadera, acompañada de incrementos en sus precios, se profundice en lo que resta del año. Adicionalmente, durante el primer semestre del año se adoptaron algunas medidas por parte del Ministerio de Agricultura que podrían tener efectos alcistas sobre algunos alimentos en el segundo semestre, las cuales no fueron contempladas en este informe. En particular, aquel ministerio implementó políticas en favor del sector lácteo, aumentando su precio al productor en 1,2%, y estableció medidas de salvaguardia contra las importaciones. Además, decretó precios mínimos de compra para varios cultivos como café, cacao y arroz.

*Un riesgo al alza sobre la inflación correspondería a un posible aumento de los precios de los alimentos perecederos, superior al previsto en la senda central de pronóstico.*

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.

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

**En el primer trimestre de 2013 el déficit en la cuenta corriente se amplió** y los precios de la vivienda se aceleraron. Para todo 2013 las proyecciones sugieren que los niveles de ambas variables continuarán alejándose de sus promedios históricos y de sus estimaciones de largo plazo.

**A junio de 2013 la tasa de cambio real se depreció y el crecimiento** del crédito se stabilizó en un nivel cercano al 14%. Con ello, dichas variables corrigieron parte de los desequilibrios estimados para 2012.

*Identificar posibles desequilibrios se vuelve relevante en la formulación de políticas macroprudenciales, no solo para prevenir su formación sino para que una corrección temprana no ponga en riesgo la estabilidad del producto y del empleo.*

La política monetaria de inflación objetivo en Colombia, además de tener el propósito de mantener una tasa de inflación baja y estable, también propende por un crecimiento sostenible del producto. Así, en un entorno como el actual, donde las estimaciones sugieren que la brecha del producto es negativa, y con unas proyecciones y expectativas de inflación alrededor del punto medio del rango meta, una política monetaria expansiva contribuye a encauzar al PIB hacia su nivel tendencial de largo plazo, sin que se ejerzan presiones importantes sobre los precios.

No obstante, las crisis financieras internacionales más recientes han enseñado que países que habían mantenido la inflación bajo control con crecimientos moderados, también pueden acumular fuertes desbalances macroeconómicos por largos períodos, como por ejemplo, elevados déficit en la cuenta corriente, apreciaciones reales excesivas, sobrevaloraciones en los precios de los activos o excesos de crédito. La corrección de dichos desequilibrios generó importantes caídas en el producto, altas tasas de desempleo y, en general, elevadas pérdidas en términos de bienestar social. Por ello, en un contexto de inflación objetivo más amplio, el análisis sobre el comportamiento futuro de la economía debe involucrar un horizonte más extenso, con el fin de identificar los principales riesgos que pueden amenazar el crecimiento sostenible de largo plazo.

*En el primer trimestre de 2013 el déficit de la cuenta corriente fue de 3,4% del PIB, superior en 1,4 pp al de principios de 2012 y en 0,2 pp al del cierre de tal año.*

Así, identificar posibles desequilibrios se vuelve relevante en la formulación de políticas macroprudenciales, no solo para prevenir su formación sino para que una corrección temprana no ponga en riesgo la estabilidad del producto y del empleo. Por ello, en este capítulo se analiza la evolución de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el precio de la vivienda y el crédito. También, se presentan estimaciones de los niveles de largo plazo para cada una de estas variables y se construye un índice de desbalances macroeconómicos (IDM), el cual intenta sintetizar las estimaciones de los desalineamientos en un solo indicador.

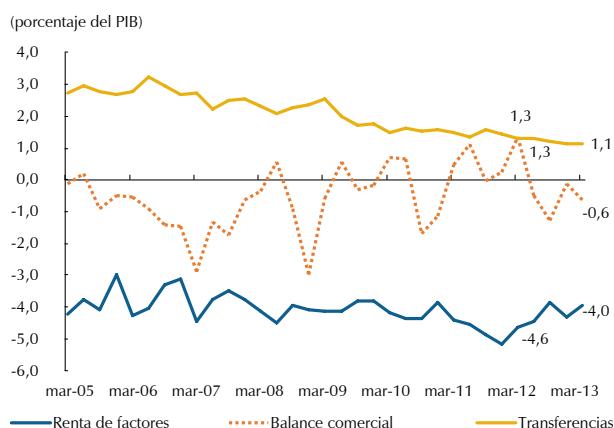
## A. CUENTA CORRIENTE

En el primer trimestre de 2013 el déficit de la cuenta corriente fue de 3,4% del PIB, superior en 1,4 pp al de principios de 2012 y en 0,2 pp al del cierre de tal año. La ampliación del déficit se originó en el comportamiento de la balanza comercial, específicamente por el descenso en las exportaciones<sup>10</sup> y, en menor medida, por la tendencia decreciente de las transferencias. En el primer caso, factores temporales de oferta, como la suspensión provisional en la licencia de exportación de una empresa, huelgas y algunos atentados a oleoductos, explicaron la disminución en la producción y las exportaciones de carbón y petróleo. Esto último fue compensado parcialmente por el descenso en los egresos por renta de factores, que pasaron de 4,6% del PIB entre enero y marzo de 2012 a 4% del PIB en el mismo período del presente año (Gráfico 40).

Para todo 2013, de acuerdo con las proyecciones de balanza de pagos presentadas en el capítulo I de este informe, el déficit en cuenta corriente se ampliaría a

3,5% del PIB, desde el 3,2% registrado en 2012. Con ello se completarían siete años con un déficit en cuenta corriente superior al promedio histórico. Pese a la acumulación de este flujo, los activos externos netos como porcentaje del PIB no se han deteriorado debido al alto crecimiento promedio del producto en dólares<sup>11</sup> (Gráfico 41). En cuanto a la composición, el principal pasivo de la posición de inversión internacional continúa siendo la IED, aunque en los últimos años han ganado participación los flujos de corto plazo, la inversión de portafolio y otras inversiones (Gráfico 42). Para este y el próximo año se espera un comportamiento menos dinámico del producto en dólares, como resultado de la desaceleración de la economía, la menor inflación y las expectativas de depreciación.

Gráfico 40  
Componentes de la cuenta corriente

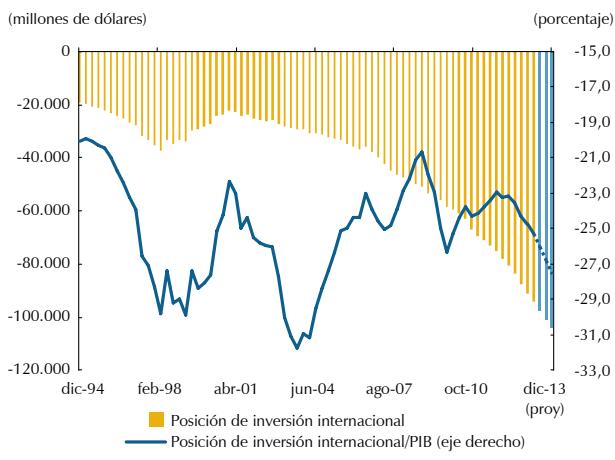


Fuente: Banco de la República.

10 Las exportaciones fueron equivalentes a 16,2% del PIB, 1,8 pp menos que en el primer trimestre de 2012.

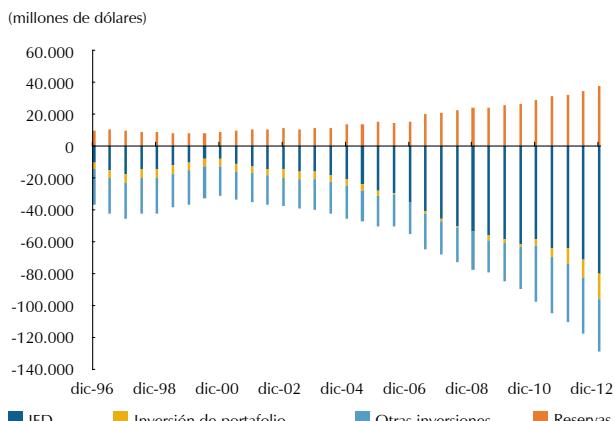
11 Entre 2007 y 2012 el PIB en dólares ha crecido 15% en promedio.

**Gráfico 41**  
Posición de inversión internacional



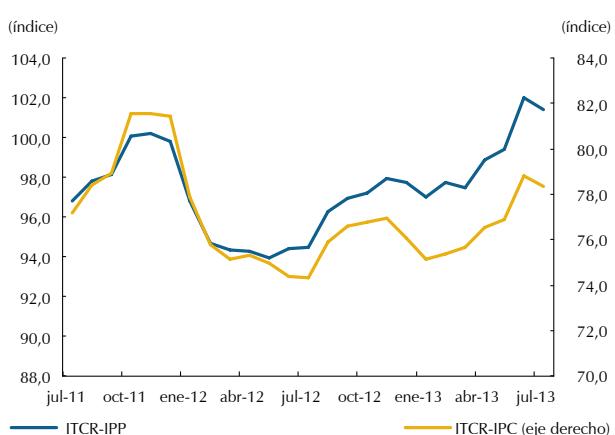
(proj): proyectado.  
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 42**  
Composición de la posición de la inversión internacional



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 43**  
Índices de tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

## B. TASA DE CAMBIO REAL

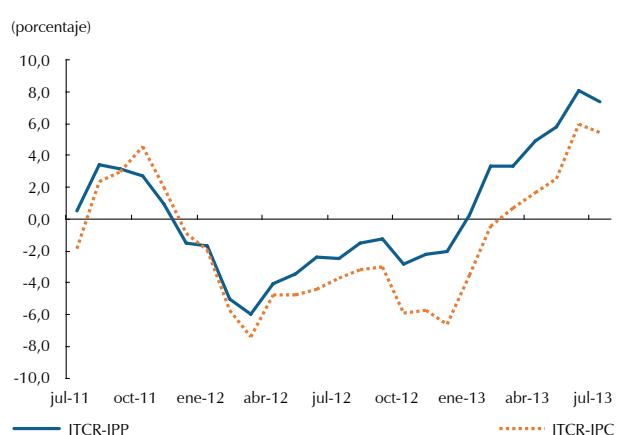
En lo corrido del año la tasa de cambio real (TCR) ha mostrado una tendencia hacia la depreciación. Entre enero y julio de 2013 el índice de la TCR calculado con el IPP y con el IPC presentaron, en su orden, una depreciación promedio de 4,7% y 1,7% frente al mismo período de 2012 (gráficos 43 y 44). Lo anterior es resultado de una inflación interna menor a la de nuestros socios comerciales y una depreciación nominal del peso de 0,6% frente al conjunto de monedas de dichos países. En el mismo período se observaron depreciaciones reales frente a todos los socios comerciales; las excepciones fueron Venezuela y Japón, países que registraron elevadas devaluaciones nominales respecto al dólar.

Frente a los principales competidores en café, banano, flores y textiles en el mercado de los Estados Unidos, el indicador de tasa de cambio real (ITCR-C) mostró una depreciación de 4,1% en promedio en lo corrido del año hasta julio, con respecto al mismo período en 2012. A pesar de la depreciación reciente, los indicadores de tasa de cambio real medidos con el IPC continúan en niveles históricamente bajos (Gráfico 45).

## C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

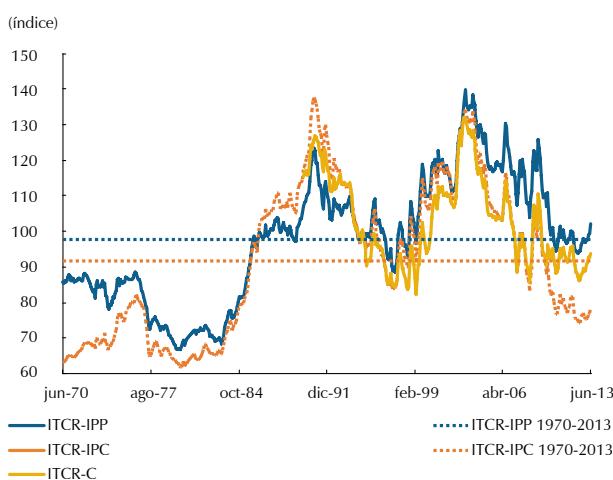
En lo corrido de 2013 hasta marzo los precios de la vivienda se aceleraron frente a lo observado en el primer trimestre de 2012 y alcanzaron variaciones

**Gráfico 44**  
Variación anual de los índices de tasa de cambio real



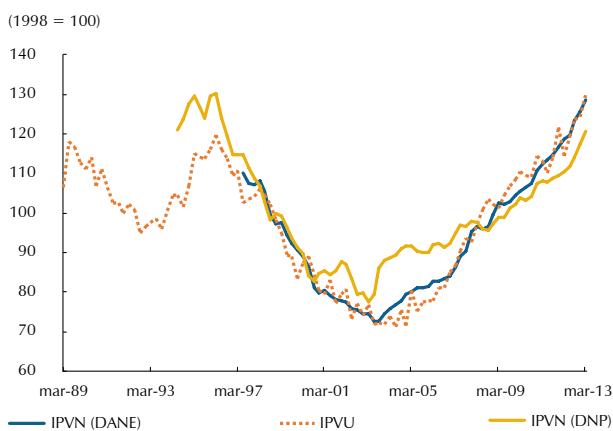
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 45**  
Tasas de cambio real y promedios históricos  
(1994 = 100)



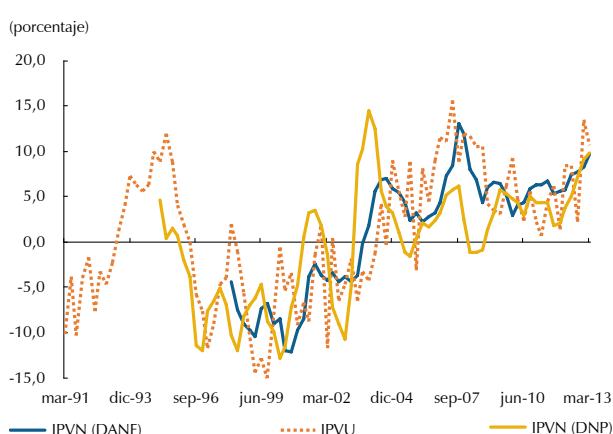
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 46**  
Precios de la vivienda relativos al IPC, Colombia



Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

**Gráfico 47**  
Variación anual de los precios de la vivienda relativos al IPC

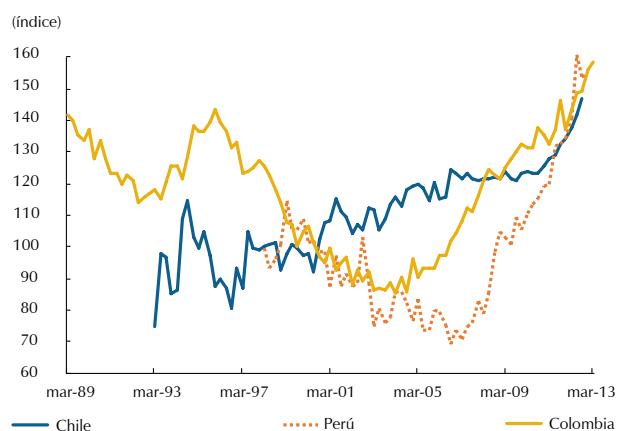


Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

anuales relativas al IPC cercanas al 10%. Con esto, los índices de precios de la vivienda nueva y usada se ubicaron en niveles históricamente altos (gráficos 46 y 47). Este comportamiento se ha presentado en otras economías emergentes como Chile y Perú, países donde también se han registrado fuertes incrementos en los precios de dicho activo (Gráfico 48).

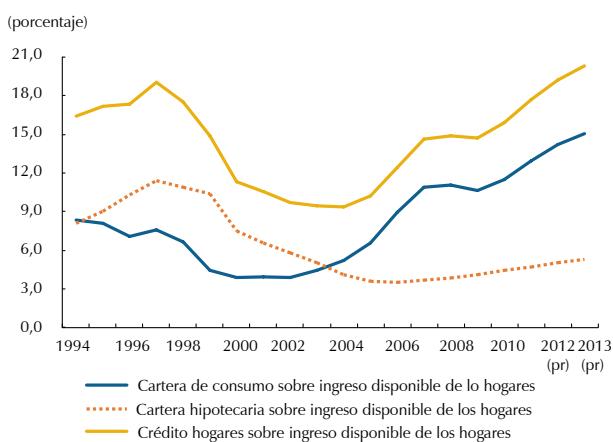
Por el lado de la demanda, el incremento en los precios de la vivienda ha estado acompañado por un ingreso disponible de los hogares que ha aumentado en términos reales consistentemente por más de diez años, así como por un nivel de crédito hipotecario con relación al valor del activo (*loan to value*) que es bajo, si se compara con las cifras históricas. No obstante, este indicador ha presentado una tendencia ascendente en los últimos cinco años y puede estar subestimando el grado de endeudamiento de los hogares dado el incremento en los precios de la vivienda. Adicionalmente, en 2012 la deuda de los hogares relativa a su ingreso disponible se sitúa en un nivel similar al máximo registro observado desde 1994; este mayor nivel de endeudamiento se explica, en gran parte, por la aceleración de la cartera de consumo. Para 2013 es factible que por el lado de la demanda continúen presiones sobre los precios de la vivienda y que la razón deuda a ingreso disponible de las familias vuelva a incrementarse (Gráfico 49), debido al comportamiento del crédito, los estímulos

**Gráfico 48**  
Precios de la vivienda relativo al IPC, Chile, Perú y Colombia



Fuentes: Banco Central de la Reserva del Perú, Reporte Inmobiliario y Banco de la República.

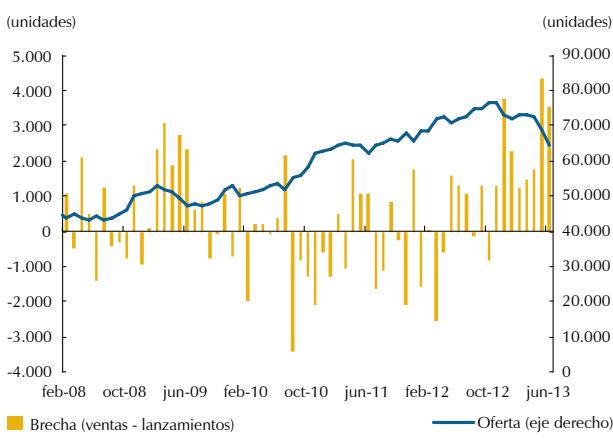
**Gráfico 49**  
Crédito a los hogares sobre ingreso disponible de los hogares



(pr): preliminar.

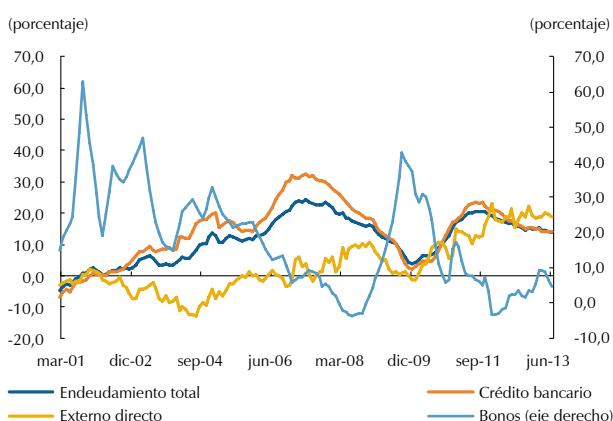
Fuentes: DANE y Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 50**  
Oferta y ventas de vivienda



Fuente: Camacol.

**Gráfico 51**  
Endeudamiento total (variación porcentual anual)



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

del Gobierno a la compra de vivienda<sup>12</sup> y a las tasas reales de interés que se encuentran en niveles bajos.

Por el lado de la oferta, además de los fuertes incrementos en los precios de la tierra en Bogotá en los últimos siete años, los datos nacionales de la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol) indican que también existirían presiones al alza en los precios. La información más reciente muestra que el número de unidades disponibles de vivienda nueva se ha venido reduciendo y la brecha entre ventas y lanzamientos está en niveles altos (Gráfico 50).

#### D. ENDEUDAMIENTO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS Y DE LOS HOGARES

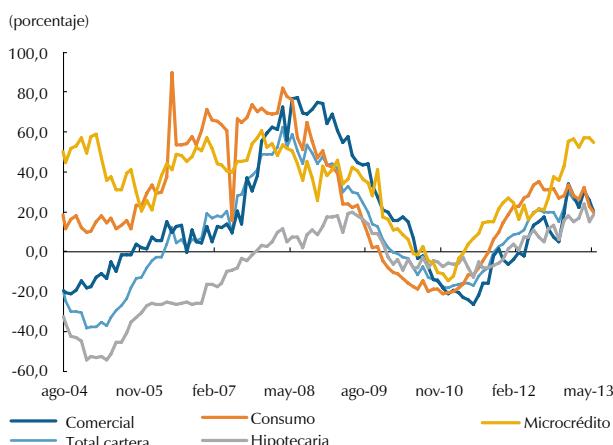
Desde marzo el crecimiento del crédito total se ha estabilizado en tasas cercanas al 14%, variación cercana al promedio calculado desde el año 2000 (14,9%). La dinámica del endeudamiento ha sido explicada principalmente por el comportamiento de los préstamos bancarios, en particular por los comerciales, que presentan aumentos cercanos al crédito total. La cartera de consumo se ha desacelerado desde variaciones anuales promedio de 21,7% en 2012 a 15,3% en lo corrido a junio de 2013. Esta última cifra es inferior en más de 5 pp al promedio de la década (Gráfico 51)<sup>13</sup>.

Por el lado de la calidad y el riesgo de la cartera en todos los tipos de crédito, el indicador tanto de mora como de riesgo se encuentra por debajo del promedio calculado desde 2000 y 2002, respectivamente. Sin embargo, en todas las modalidades el deterioro anual de los indicadores de riesgo ha sido mayor que el aumento de la cartera (Gráfico 52).

12 El Decreto 701 de 2013 estableció por los primeros siete años un subsidio de 2,5% a la tasa de los créditos para viviendas nuevas avaladas entre 135 y 335 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV). Este aplicará para nuevos créditos desembolsados a partir del 6 de mayo y hasta agotar el número de coberturas, siempre que la tasa anual máxima fuera de 9,5% para los créditos denominados en pesos o de 6,5% para los denominados en UVR.

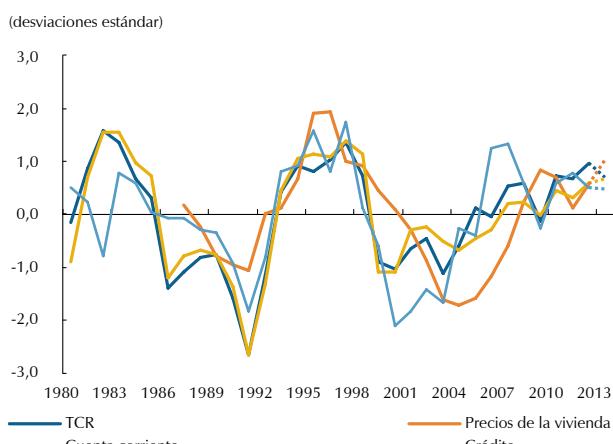
13 Los resultados son muy similares en términos reales.

**Gráfico 52**  
Crecimiento de la cartera vencida  
(variación anual)



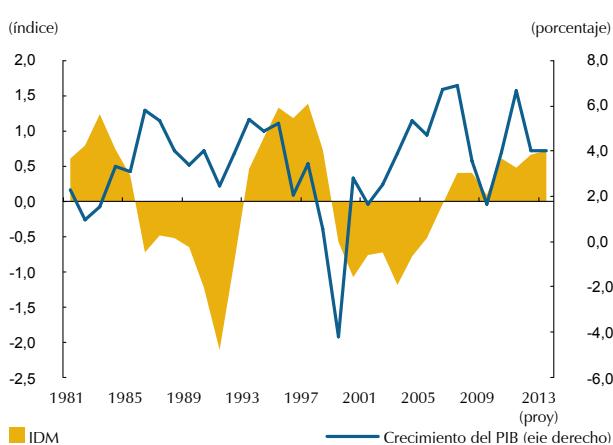
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 54**  
Índice de desbalance macroeconómico (IDM) y crecimiento del PIB



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

## E. ESTIMACIONES DE LARGO PLAZO

Identificar posibles desequilibrios en las variables descritas requiere de estimaciones de largo plazo, que sirvan de referencia para evaluar los valores observados<sup>14</sup>. Para 2013 los resultados indican que las brechas (diferencia entre el valor registrado y el nivel de largo plazo)<sup>15</sup> de las variables tanto externas como internas continuarían señalando desbalances (Gráfico 53). Con respecto a las variables externas, el déficit en cuenta corriente del primer trimestre de 2013 y el proyectado para todo el año sugieren una ampliación de la brecha frente a su nivel de largo plazo (cercano al 2%). Para la tasa de cambio real, si bien la depreciación observada en lo corrido del año y las perspectivas para el segundo semestre indican que el desalineamiento se estaría reduciendo, este continuaría en terreno positivo.

En cuanto a las variables internas, dado el comportamiento creciente de los precios de la vivienda, se espera que dicha brecha se amplie en 2013 con respecto a lo registrado en 2012. Para el crédito, su desaceleración observada en lo corrido del año indica que la brecha se estaría corrigiendo y que en 2013 esta sería algo menor a la de 2012.

Al combinar estas brechas, en 2013 el IDM mostraría un valor superior al calculado para 2012, con lo que se completarían siete años en los que el índice registra valores positivos. Aunque, en promedio, desde 2008 el nivel del IDM es inferior al de los años anteriores a la crisis de 1999, esta acumulación prolongada de desbalances señalaría que la economía estaría en una posición menos fuerte para enfrentar algún choque negativo (Gráfico 54).

14 Para una explicación detallada de las diferentes medidas de largo plazo véase Arteaga, Huertas y Olarte (2012)

15 A diferencias del resto de variables, la brecha de la tasa de cambio real se define como la diferencia entre el nivel de largo plazo y el observado. De esta manera, para todas las brechas, niveles positivos implican la presencia de desbalances macroeconómicos.

# 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 julio 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% anual, frente al 4,1% estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. De la misma forma, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 3,9%.

**Cuadro A1**  
Proyecciones para 2013

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo (13 ciudades) (porcentaje)
<b>Analistas locales</b>						
Alianza Valores	3,20	3,00	2.000	3,75	n. d.	n. d.
Anif <sup>a/</sup>	3,80	2,60	n. d.	3,60	2,50	9,70
Banco de Bogotá	3,90	2,70	1.880	3,68	(0,50)	9,91
Bancolombia	4,20	2,60	1.897	3,81	(2,70)	9,28
BBVA Colombia <sup>a/</sup>	4,10	2,68	1.885	3,78	(2,60)	10,32
Corficolombiana	4,50	2,85	1.850	4,00	(0,80)	9,50
Corpbanca <sup>b/, c/</sup>	3,90	2,44	1.878	4,40	(2,40)	10,60
Corredores Asociados	4,00	2,87	1.950	3,75	(2,40)	9,80
Correval	4,50	2,60	1.850	4,20	1,20	10,50
Davivienda <sup>a/</sup>	3,80	2,55	1.900	3,74	2,60	9,30
Fedesarrollo <sup>a/</sup>	3,80	2,60	1.907	3,70	2,40	9,90
Ultrabursátiles	4,00	2,77	1.950	3,90	n. d.	9,80
<b>Promedio</b>	<b>3,98</b>	<b>2,69</b>	<b>1.904</b>	<b>3,86</b>	<b>(0,27)</b>	<b>9,87</b>
<b>Analistas externos</b>						
Citi <sup>a/</sup>	3,80	2,76	1.917	4,10	(2,50)	10,10
Deutsche Bank	4,20	2,80	1.910	3,25	(1,20)	9,90
Goldman Sachs	4,20	3,00	1.950	3,25	(2,40)	n. d.
JP Morgan	3,30	2,20	1.775	3,25	(1,00)	10,20
<b>Promedio</b>	<b>3,88</b>	<b>2,69</b>	<b>1.888</b>	<b>3,46</b>	<b>(1,78)</b>	<b>10,07</b>

n. d.: no disponible

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

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

c/ Antiguamente Banco Santander.

Nota: estas proyecciones no corresponden con las del Banco de la República ni con las de su Junta Directiva.

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 al final del año
<b>Analistas locales</b>			
Alianza Valores	3,5	3,8	2.200
Anif	4,0	3,0	n. d.
Banco de Bogotá	4,5	3,0	1.850
Bancolombia	4,5	3,6	1.976
BBVA Colombia	4,7	3,2	1.869
Corficolombiana	5,5	3,5	1.875
Corpbanca <sup>a</sup>	4,4	3,0	1.905
Corredores Asociados	4,5	3,4	1.900
Correval	4,6	3,0	1.850
Davivienda	4,5	2,8	n. d.
Fedesarrollo	4,6	3,2	1.899
Ultrabursátiles	4,5	2,9	2.000
<b>Promedio</b>	<b>4,5</b>	<b>3,2</b>	<b>1.932</b>
<b>Analistas externos</b>			
Citi	4,5	3,0	1.900
Deutsche Bank	5,0	3,2	1.950
Goldman Sachs	4,8	3,0	1.960
JP Morgan	4,5	2,9	1.825
<b>Promedio</b>	<b>4,7</b>	<b>3,0</b>	<b>1.909</b>

n. d.: no disponible.

a/ Antiguo Banco Santander.

Nota: estas proyecciones no corresponden con las del Banco de la República ni con las de su Junta Directiva.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales y extranjeros prevén un incremento anual de 2,7% en los precios al finalizar el año. 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 en promedio que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de \$1.904, frente a \$1.831 estimado en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los \$1.888 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%.

## 2. Proyecciones para 2014

Para 2014 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 4,5% y los extranjeros uno de 4,7%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,2% y 3,0%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de \$1.932 y \$1.909, respectivamente.

Este informe fue coordinado, editado y diagramado por la Sección de Gestión de Publicaciones del Departamento de Servicios Administrativos, con caracteres Times New Roman de 10,5 puntos. La coordinación de su impresión fue realizada por el Departamento de Gestión Documental, Banco de la República.

Impreso por Nomos

Mayo de 2013