

Informe sobre Inflación

Septiembre de 2014 ISSN - 1657 - 7973

Informe sobre Inflación

Septiembre de 2014*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 30 de octubre de 2014.

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

ISSN - 1657 - 7973

La estrategia de inflación objetivo en Colombia

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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. Contexto internacional 15
B. Balanza de pagos 25
Recuadro 1: Sincronización del ciclo económico Latinoamericano 32

II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo 39
A. El PIB en el segundo trimestre de 2014 39
B. Pronósticos de crecimiento del PIB para el tercer trimestre 43
Recuadro 2: Nueva Refinería de Cartagena: impacto en la producción y balance comercial del país 50

III. Desarrollos recientes de la inflación 52
A. La inflación básica 55
B. Inflación de alimentos 57

IV. Pronósticos de mediano plazo 58
A. Crecimiento económico 58
B. Inflación 65
Recuadro 3: Las concesiones de cuarta generación (4G) y su impacto sobre el crecimiento económico 75

V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica 79
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real 81
B. Endeudamiento 83
C. Precios de la vivienda 84
D. Estimaciones de largo plazo e índice de desbalance macroeconómico 85

Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros 87

Índice de gráficos

Gráfico 1	PIB real de los Estados Unidos	16
Gráfico 2	Índice de producción industrial de la zona del euro	16
Gráfico 3	Índice de actividad manufacturera para algunas economías europeas	17
Gráfico 4	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina	17
Gráfico 5	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	18
Gráfico 6	Precios internacionales de los alimentos	18
Gráfico 7	Índice de términos de intercambio de Colombia (metodología comercio)	19
Gráfico 8	Inflación anual para algunos países desarrollados	19
Gráfico 9	Índices accionarios globales	20
Gráfico 10	Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de los Estados Unidos	21
Gráfico 11	Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de algunos países de la zona del euro	21
Gráfico 12	*Credit default swaps* (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	22
Gráfico 13	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	22
Gráfico 14	Exportaciones totales	27
Gráfico 15	Importaciones FOB totales	27
Gráfico 16	Producto interno bruto	40
Gráfico 17	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	43
Gráfico 18	Encuesta mensual del comercio al por menor	43
Gráfico 19	Ventas al detal de vehículos automotores	44
Gráfico 20	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	44
Gráfico 21	Tasa de desempleo (TD)	44
	(trimestre móvil desestacionalizado)	44
Gráfico 22	Tasa de desempleo nacional y trece áreas	44
	(trimestre móvil desestacionalizado)	44
Gráfico 23	Número de ocupados y variación anual	45
Gráfico 24	Empleo por tipo de ocupación	45
Gráfico 25	Tasas de interés reales de los hogares	46
Gráfico 26	Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	46
Gráfico 27	Obras en proceso censadas	47
Gráfico 28	Producción de cemento	47
Gráfico 29	Producción de café	48
Gráfico 30	Producción de petróleo	48
Gráfico 31	Indicadores de pedidos y existencias de la industria de Fedesarrollo	49
Gráfico 32	Imaco: indicador líder 5 meses del PIB	49
Gráfico 33	Inflación total al consumidor	52
Gráfico 34	IPP por procedencia	54
Gráfico 35	Salarios nominales	54
Gráfico 36	Indicadores de inflación básica	55
Gráfico 37	IPC de regulados y sus componentes	55
Gráfico 38	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	56

Gráfico 39	IPC de no transables	56
Gráfico 40	IPC de alimentos	57
Gráfico 41	IPC de alimentos por grupos	57
Gráfico 42	*Fan chart* del crecimiento anual del PIB	60
Gráfico 43	*Fan chart* del crecimiento anual del PIB trimestral	64
Gráfico 44	*Fan chart* de la brecha del producto	65
Gráfico 45	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	68
Gráfico 46	Inflación observada y expectativas de inflación	68
Gráfico 47	Expectativas de inflación derivadas de los TES	69
Gráfico 48	*Fan chart* de la inflación total	69
Gráfico 49	*Fan chart* de la inflación sin alimentos	69
Gráfico 50	Cuenta corriente	81
Gráfico 51	Inversión directa y de cartera	82
Gráfico 52	Índices de tasa de cambio real	82
Gráfico 53	Cartera bruta por modalidad	83
Gráfico 54	Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)	84
Gráfico 55	Unidades de vivienda nueva vendidas	85
Gráfico 56	Unidades de vivienda nueva disponibles para la venta	85
Gráfico 57	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	86
Gráfico 58	Índice de desbalance macroeconómico	86

Índice de cuadros

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	23
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	25
Cuadro 3	Balanza de pagos	28
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	40
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	42
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	53

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria

Entre junio de 2013 y el mismo mes de 2014 la economía colombiana mostró un buen desempeño, que contrastó con el bajo crecimiento registrado por las economías más grandes de la región y por otros países emergentes. En dicho período el producto de Colombia creció 5,5%, cifra superior al 3,2% observado en los cuatro trimestres anteriores.

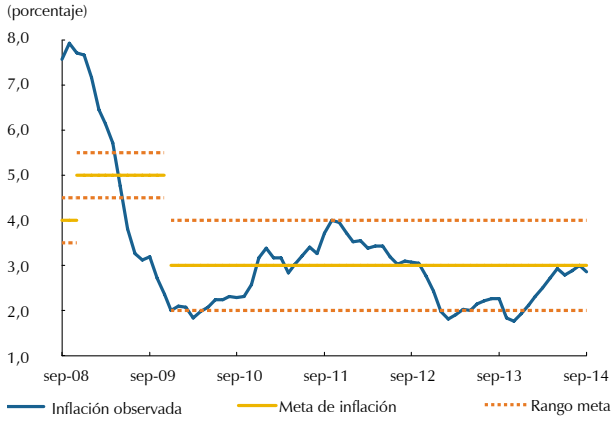
Varios factores explican el mejor comportamiento que ha tenido la economía colombiana frente a otros países de la región. En primer lugar, el estímulo de la política monetaria proporcionado mediante la reducción de la tasa de interés de referencia de 5,25% a 3,25% entre julio de 2012 y marzo de 2013. Lo anterior, en un entorno en el cual la inflación y sus expectativas permanecieron en niveles bajos y con excesos de capacidad instalada de la economía. Las bajas tasas reales de interés, junto con unos altos niveles de confianza, estimularon el consumo y la inversión privada.

En segundo lugar, el fuerte crecimiento de las obras civiles y de la construcción en edificaciones en el primer semestre de 2014, así como los aumentos en el gasto público, impulsaron la demanda interna en un contexto de debilidad de la demanda externa.

Por último, los precios internacionales del petróleo habían descendido, pero a un menor ritmo que el registrado por algunos productos básicos que exportan otras economías emergentes, y las cotizaciones del café se mantuvieron en niveles altos. Con ello, hasta la primera mitad del año el deterioro en los términos de intercambio de Colombia había sido menor que el registrado por otros países exportadores de bienes básicos. Adicionalmente, desde el segundo trimestre de 2014 los flujos externos de portafolio aumentaron de manera significativa, a raíz del rebalanceo de los índices de deuda soberana emergente de JP Morgan. Este mayor tipo de financiamiento externo, que se acentuó en el tercer trimestre, contribuyó a mantener la dinámica de la demanda interna.

En materia de precios, desde inicios de 2014 la inflación comenzó a presentar una convergencia hacia la meta de largo plazo (3%), a partir del bajo nivel registrado a

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

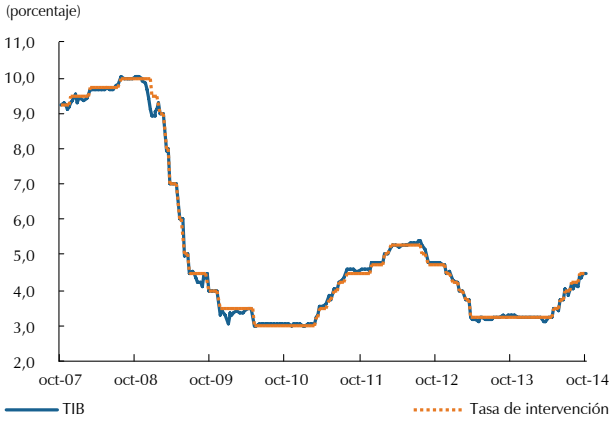
finales de 2013 (Gráfico A). Las diferentes medidas de inflación básica y las expectativas de incrementos de precios también presentaron similar comportamiento. Al tiempo, la economía continuó mostrando síntomas de fortalecimiento y se acercaba a su nivel de utilización de capacidad instalada de largo plazo.

En las circunstancias descritas, la Junta consideró apropiado moverse hacia una postura de política monetaria menos expansiva. Así, entre abril y agosto de 2014 incrementó de manera gradual la tasa de interés de referencia en 125 puntos básicos hasta situarla en 4,5% (Gráfico B).

Al finalizar el tercer trimestre la inflación se ubicó en 2,8% anual, de acuerdo con lo esperado por el equipo técnico. Las cuatro medidas de inflación básica disminuyeron y en septiembre su promedio se situó en 2,63%. El promedio de expectativas de inflación a un año de los analistas y las que surgen de los papeles de deuda pública a mayores plazos permanecen estables y algo por encima del 3%. Adicionalmente, las estimaciones sugieren que al finalizar el año la inflación podría situarse en la mitad superior del rango meta.

En cuanto al contexto externo, hacia finales del tercer trimestre de 2014 los indicadores de actividad global indicaban que el desempeño de la demanda externa era más débil de lo esperado. Así, las nuevas proyecciones del crecimiento promedio de nuestros socios comerciales para lo que resta de 2014 y para 2015 disminuyeron. Según estos pronósticos, la demanda externa estaría impulsada principalmente por la economía de los Estados Unidos, mientras que la zona del euro presentaría un bajo dinamismo. China tendría una leve desaceleración, y algunos países socios de la región seguirán creciendo a tasas menores que sus promedios de años recientes.

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



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 10 de octubre de 2014.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Por el lado interno, los nuevos indicadores de actividad económica del tercer trimestre de 2014 sugieren un crecimiento del PIB algo menor que el registrado en el primer semestre del presente año. El comportamiento de las ventas al por menor, del crédito de consumo, del índice de confianza del consumidor y del mercado laboral indican que el consumo mantendría una fuerte dinámica. El aumento de las compras externas de maquinaria y equipo de transporte, y la tendencia registrada por las obras civiles, permiten prever un buen desempeño de la inversión, aunque a tasas menores que las observadas en la primera mitad del

año. Los indicadores de comercio exterior sugieren que las exportaciones netas tendrían un aporte negativo al crecimiento.

En el tercer trimestre el crecimiento anual del crédito bancario continuó disminuyendo pero se expande a tasas anuales superiores al PIB nominal estimado para el presente año. La menor dinámica se ha presentado en los préstamos dirigidos a las empresas. En el mismo periodo, la desaceleración en los hipotecarios fue compensada por el leve repunte de la cartera de consumo y, con ello, el crecimiento del crédito a los hogares se mantuvo sin mayor cambio. Todo esto en un contexto de débil transmisión de los aumentos de la tasa de interés de referencia hacia las tasas de interés de los préstamos.

Con la nueva información de la actividad económica externa e interna, el equipo técnico proyecta un crecimiento económico para 2014 entre 4,5% y 5,5%, con 5% como cifra más probable. Hacia 2015 los riesgos se originan principalmente en el sector externo. En particular, existe incertidumbre sobre el comportamiento futuro de los precios del petróleo y sus efectos directos e indirectos sobre la economía colombiana, y por el desempeño de la economía europea. Adicionalmente, la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos genera inquietud en los mercados.

No obstante, a futuro la recuperación de los Estados Unidos será un factor positivo, por ser nuestro principal socio comercial. A su vez, la tasa de cambio empieza a desempeñar un importante papel como amortiguador de los choques negativos provenientes del exterior. Finalmente, la credibilidad en la meta de inflación ofrece margen de maniobra a la política monetaria. En general, la tarea de la política económica será mantener la confianza en la economía colombiana, en un escenario incierto.

En resumen, la demanda interna continúa mostrando un fuerte crecimiento en un contexto cercano a la plena utilización de la capacidad productiva. Al tiempo, las expectativas de inflación se mantienen cerca del 3%. Lo anterior se presenta en un entorno de deterioro de los términos de intercambio y de creciente incertidumbre sobre la recuperación de la actividad económica mundial y sobre el costo del financiamiento externo, factores que pueden incidir en la demanda agregada y en la tasa de cambio.

Hecha la evaluación del balance de riesgos, en las reuniones de septiembre y octubre de 2014 la Junta Directiva consideró apropiado mantener inalterada la tasa de interés de referencia. Esta decisión se toma en un entorno de deterioro de los términos de intercambio y de creciente incertidumbre sobre la recuperación de la actividad económica mundial y el costo del financiamiento externo. Estos últimos factores pueden incidir en la demanda agregada y en la tasa de cambio.

José Darío Uribe
Gerente General

Informe sobre Inflación

Elaborado por:
Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica
Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos
Jorge Hernán Toro
Subgerente

Departamento de programación e inflación
Carlos Huertas
Director

Sección de Inflación (*)
Adolfo León Cobo
Jefe

Juan Sebastián Amador
Édgar Caicedo
Camilo Cárdenas
Joan Granados
Daniel Parra
Juan Sebastián Rojas

Sección de Programación Macroeconómica
Julián Pérez
Jefe

Luis Hernán Calderón
Celina Gaitán
Aarón Levi Garavito
Jhon Edwar Torres

Asistente del Departamento de Programación e Inflación
Gloria Sarmiento

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

I. Contexto externo y balanza de pagos

En este informe se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento para 2014 de los socios comerciales de Colombia ante la mayor desaceleración en América Latina y el estancamiento de la zona del euro. No obstante, para el próximo año se espera alguna recuperación.

En la mayoría de países, tanto desarrollados como emergentes, se han observado menores presiones inflacionarias, siendo el caso más evidente el de la zona del euro, donde los riesgos de deflación son altos.

Los pronósticos de los precios de los bienes básicos, especialmente el del petróleo, se redujeron tras las caídas de los últimos meses. Se espera un deterioro en los términos de intercambio de Colombia.

La balanza comercial del país se ha visto deteriorada por los choques de oferta en las exportaciones y el mayor dinamismo de las compras externas. Debido a este comportamiento y a las condiciones favorables de financiación externa, para 2014 se estima una ampliación del déficit en la cuenta corriente.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

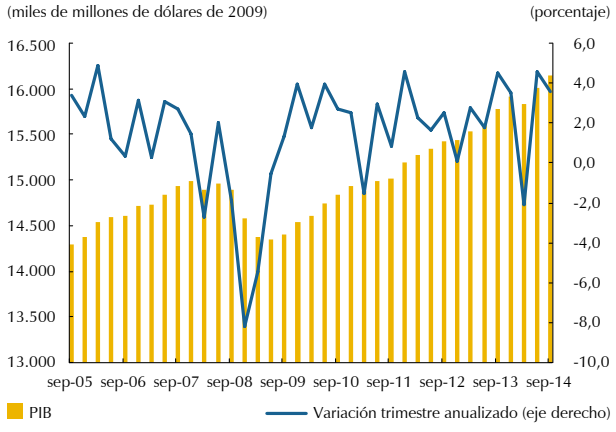
1. Actividad real

La actividad económica mundial tuvo un desempeño heterogéneo en el tercer trimestre: los Estados Unidos mantuvieron su dinamismo, mientras que la zona del euro y algunas economías emergentes se debilitaron.

Durante el tercer trimestre de 2014 la actividad real mundial mostró un comportamiento heterogéneo. Por un lado, los registros favorables en los Estados Unidos indican que este país continuó con el dinamismo observado tres meses atrás; por el otro, la economía de la zona del euro se habría mantenido débil durante este período. Entretanto, algunos países emergentes se desaceleraron con respecto al trimestre anterior, con cifras de crecimiento en China y en América Latina que se ubicaron por debajo de lo observado en los últimos años.

En el caso particular de los Estados Unidos, en el tercer trimestre de 2014, de acuerdo con un primer estimativo, su producto interno bruto (PIB) habría crecido a una tasa de 3,5% trimestre anualizado (t. a.) (Gráfico 1). El buen registro se explica por incrementos en cada uno de los componentes de la demanda, siendo el comercio externo neto el que más aportó. Lo anterior es consecuencia de un aumento significativo de las exportaciones (7,8% t. a.) y de una caída de las importaciones (1,7% t. a.). Adicionalmente, el gasto del gobierno, la inversión

Gráfico 1
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

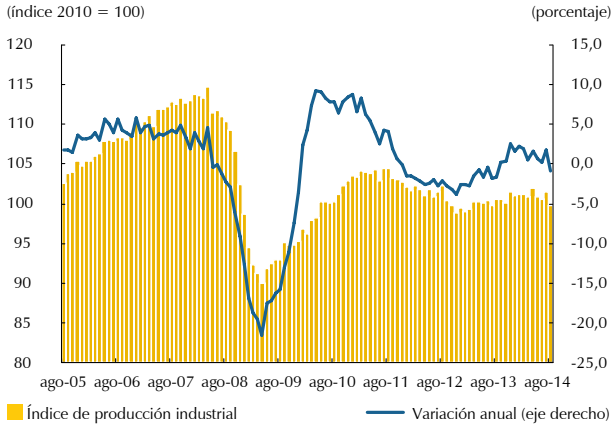
no residencial y el consumo de los hogares mostraron un comportamiento favorable, al expandirse a tasas de 4,6%, 5,5% y 1,8%, t. a. respectivamente. Por su parte, la inversión residencial también contribuyó al crecimiento, aunque en menor medida.

El buen desempeño de la actividad real estadounidense ha permitido que continúe la recuperación de su mercado laboral. La creación de empleo se ha mantenido dinámica, por lo que en el tercer trimestre se incrementaron las nóminas no agrícolas a una tasa promedio mensual de alrededor de 224.000 nuevos trabajos. En consecuencia, la tasa de desempleo ha mantenido una clara tendencia decreciente y en septiembre se ubicó en 5,9%.

A pesar de lo anterior, otros indicadores del mercado laboral, si bien siguen mostrando mejoras, se mantienen en niveles lejanos a los observados antes de la crisis. El desempleo de largo plazo[1] y la tasa de subempleo[2], por ejemplo, continúan elevados y sugieren que aún existen algunos excesos de capacidad en el mercado laboral.

Por el contrario, en la zona del euro las cifras del PIB del segundo trimestre mostraron un estancamiento de la economía regional y los indicadores más recientes sugieren que esta situación se habría mantenido en el tercer trimestre. Con cifras a agosto, los registros de producción industrial muestran una variación anual negativa (Gráfico 2), mientras que las exportaciones a países fuera de la zona y las ventas al por menor exhibieron un crecimiento anual muy modesto.

Gráfico 2
Índice de producción industrial de la zona del euro



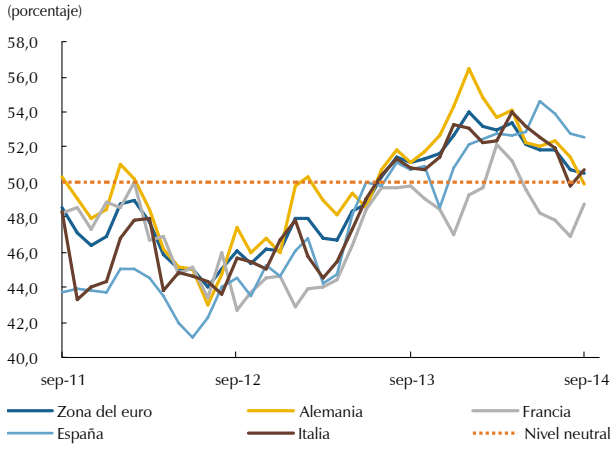
Fuente: Datastream.

Por países el panorama sigue siendo heterogéneo (Gráfico 3). Por una parte, de acuerdo con el índice de actividad manufacturera, España habría continuado con su recuperación, gracias a las mejoras en competitividad generadas por las reformas adoptadas tras la crisis. Por la otra, la economía alemana habría perdido dinamismo, como consecuencia de la caída de su demanda externa y del deterioro de la confianza de consumidores y empresarios. Entretanto, las economías de Francia e Italia

1 Número de personas que no han conseguido empleo en más de 27 de semanas como proporción del total de desempleados.

2 Número total de desempleados, de empleados con trabajos de tiempo parcial que manifiestan querer trabajar tiempo completo y aquellos fuera de la oferta laboral que estarían dispuestos a trabajar en caso de conseguir empleo (marginalmente vinculados al mercado laboral), como proporción de la fuerza laboral y de los marginalmente vinculados al mercado laboral.

Gráfico 3
Índice de actividad manufacturera para algunas economías europeas
(*purchasing managers index*: PMI)



Fuente: Bloomberg.

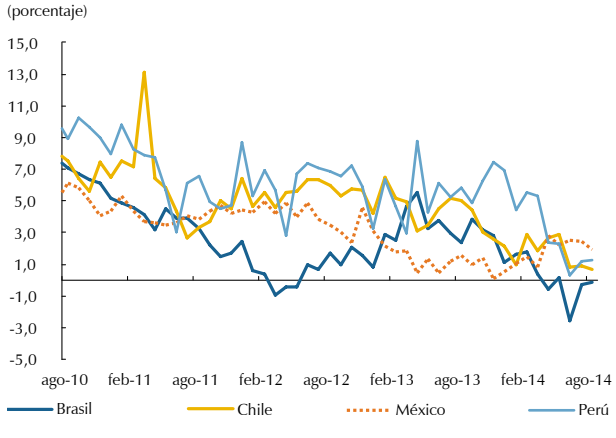
seguirían estancadas o contrayéndose por culpa de los problemas estructurales que aún enfrentan.

En los países emergentes se ha observado una desaceleración durante el tercer trimestre del año. En el caso particular de China, el crecimiento anual del PIB registró 7,3%, lo cual implica una reducción con respecto al 7,5% observado tres meses atrás, cifra que corresponde a la meta del gobierno. De forma similar, los registros a septiembre de otros indicadores de actividad real, como las ventas al por menor y la inversión en activos fijos, mantienen la tendencia decreciente que han exhibido en lo corrido del año. Se confía en que esta moderación en el crecimiento de la economía china obedezca a la transición hacia un modelo de desarrollo más sostenible en el mediano plazo, que dependa menos del crédito, de la demanda externa y de la inversión, especialmente la residencial, y más del consumo privado. Sin embargo, a septiembre las exportaciones netas todavía aportaron de forma importante a la expansión de la economía.

En cuanto a América Latina, los indicadores más recientes de actividad real muestran que, salvo por algunas excepciones, los países de la región siguieron perdiendo dinamismo durante el tercer trimestre (Gráfico 4). En términos generales, las ventas al exterior se mantuvieron débiles, como consecuencia de la reducción en los términos de intercambio, de la moderación de la demanda global y de algunos choques de oferta de origen climático. De forma similar, se observó un deterioro en la confianza de los hogares y de los empresarios, que ha afectado las decisiones de inversión y de consumo.

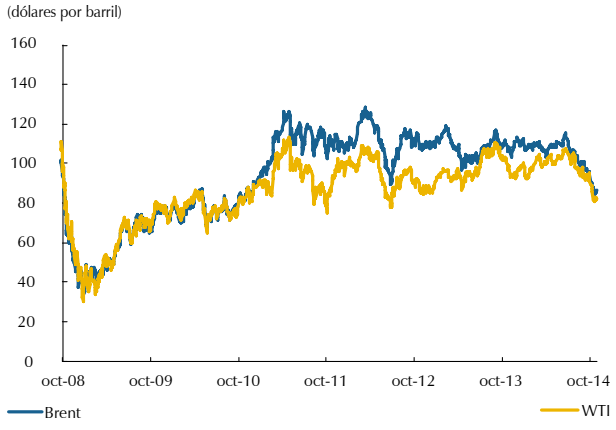
Adicionalmente, al analizar por países, se observan algunos factores idiosincrásicos que ayudan a explicar la desaceleración en el crecimiento. En Perú, por ejemplo, se presentó un menor gasto de los gobiernos locales y ciertas dificultades con la producción minera, asociadas, principalmente, con la demora en el comienzo del funcionamiento de algunos proyectos y con las más bajas leyes (calidad) de oro y cobre en algunas regiones. Entretanto, en Brasil la incertidumbre generada por las elecciones y algunos días festivos adicionales por la Copa Mundial de Fútbol explican, en parte, su modesta expansión. Cabe destacar el caso de Argentina y Venezuela, donde problemas estructurales han generado contracciones de la actividad real en un contexto de inflación elevada. Por otro lado, debe tenerse en cuenta que los ciclos económicos en América Latina no siempre están sincronizados (ver Recuadro 1, p. 32).

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



Fuente: Datastream.

Gráfico 5
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

2. Precios de productos básicos, inflación y política monetaria

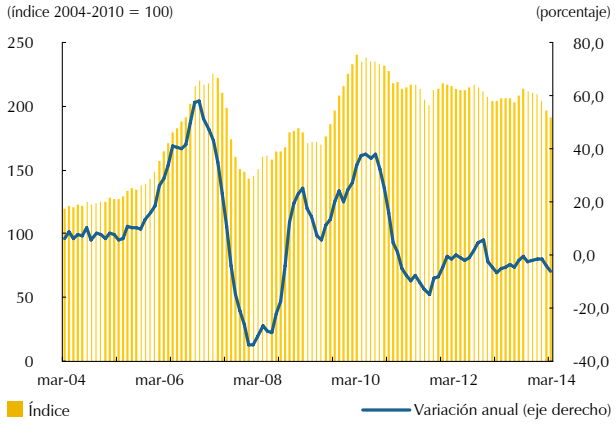
En relación con los precios de los productos básicos exportados por Colombia, el del petróleo, con cifras a octubre, cayó alrededor del 25% desde su valor más alto en junio del presente año (115,4 dólares por barril) (Gráfico 5). Como consecuencia de esto, el precio promedio para todo el año se ubicó por debajo de lo esperado en el *Informe sobre Inflación* anterior. Por esta razón se redujeron los pronósticos del equipo técnico para 2014 y 2015.

Varios factores confluyen para explicar esta importante caída. Por una parte, el debilitamiento de las economías emergentes y el mal desempeño de la zona del euro llevó a que se revisaran a la baja las proyecciones de demanda de crudo para lo restante del año y para todo 2015. Adicionalmente, se presentó un incremento significativo en la oferta por la recuperación de la producción en Libia y por la mayor extracción en los Estados Unidos, especialmente de petróleo de esquisto. En este contexto, los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) no han ajustado sus cuotas, por lo que las condiciones de oferta siguen siendo amplias.

Los precios internacionales de café, por su parte, han mantenido los niveles relativamente elevados alcanzados desde finales del primer trimestre de 2014. En este caso, sus perspectivas de oferta continúan afectadas por problemas fitosanitarios en algunos países de América Central y de América del Sur y por la incertidumbre que persiste sobre los efectos remanentes de la sequía de comienzos de año en la producción de Brasil.

En contraste, en el caso del níquel se han observado caídas en su cotización en los últimos meses, resultantes de una menor demanda por este metal ante la desaceleración de la actividad económica mundial y por una desacumulación importante de inventarios en China. Esto último, tras la negativa de los bancos chinos de aceptar este bien como colateral de nuevos préstamos.

Gráfico 6
Precios internacionales de los alimentos



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

Con respecto a las cotizaciones internacionales de los alimentos, en el tercer trimestre continuaron las caídas observadas tres meses atrás, lo que se refleja en la variación anual del índice de precios de los alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés) (Gráfico 6). Lo anterior es el resultado, en gran parte, de una mejor perspectiva para la oferta mundial de cereales por aumentos en la producción en los Estados Unidos,

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



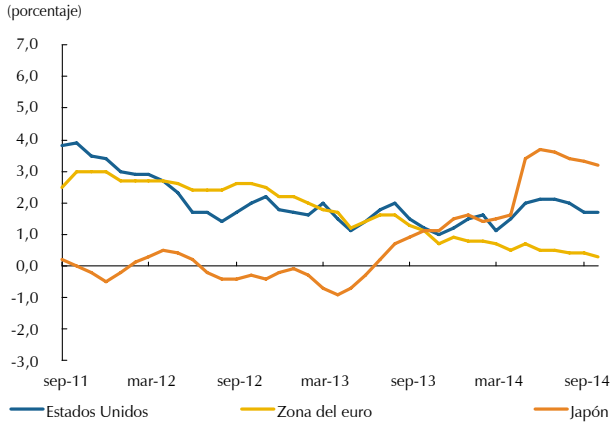
Nota: Para mayor información sobre la metodología empleada, véase el Recuadro 2 del *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2013.
Fuente: Banco de la República.

en India y en la Unión Europea. También, incide en este resultado el menor precio del petróleo, puesto que reduce los costos de transporte y de algunos insumos necesarios para la producción de estos bienes, al igual que favorece la sustitución de combustibles de origen vegetal por aquellos derivados del petróleo.

Los términos de intercambio del país, con cifras a agosto, y de acuerdo con la metodología de comercio[3] (Gráfico 7), no presentaron cambios significativos con respecto a los niveles que se han observado desde comienzos del año. Sin embargo, se estima que, en un contexto de menores precios de los bienes básicos, este indicador se reduciría en los próximos meses.

En cuanto a la inflación, en la mayoría de países, tanto desarrollados como emergentes, se han observado menores presiones, con tendencias decrecientes. En las economías desarrolladas el caso más evidente es el de la zona del euro, en donde los riesgos de deflación siguen siendo altos, con un dato para la inflación anual al consumidor que se redujo a 0,3% durante el tercer trimestre. Por su parte, en los Estados Unidos este indicador se ubicó en niveles inferiores a los observados tres meses atrás. De forma similar, el deflactor del consumo, la medida que monitorea más de cerca la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), también se redujo con respecto a lo observado en el segundo trimestre y continúa por debajo de la meta de largo plazo. Por último, en Japón la variación anual de los precios igualmente cayó, aunque se mantuvo en niveles elevados gracias al alza en el impuesto al consumo que empezó a regir a partir de abril (Gráfico 8)

Gráfico 8
Inflación anual para algunos países desarrollados



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a la política monetaria, la Fed anunció el fin de su programa de compra de activos financieros en la reunión de octubre, de acuerdo con lo esperado. La tasa de intervención se mantuvo en 0,25% y no se anticipan alzas antes del segundo semestre de 2015. Entretanto, en la zona del euro los temores deflacionarios y el débil comportamiento de la economía llevaron al Banco Central Europeo (BCE) a tomar medidas adicionales de estímulo. De esta forma, se redujeron la tasa de interés de política y las tasas de depósito. Adicionalmente, para el último trimestre del año se anunció el inicio de un programa de compra de bonos garantizados (*cove-*

3 La medida de términos de intercambio, según la metodología de comercio, utiliza como fuente los registros administrativos de exportaciones e importaciones (DIAN y DANE). Siguiendo las recomendaciones internacionales (relacionadas con la volatilidad de las series, homogeneización de los valores unitarios, entre otras) se calculan los precios implícitos para cada partida arancelaria y, posteriormente, se ponderan en un índice de precios tipo Paasche encadenado. Véase el Recuadro 2 del *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2013.

Los bancos centrales de Japón y de la zona del euro han adoptado medidas adicionales de estímulo monetario ante la reducción de la inflación.

red bonds) y de valores respaldados por activos (*asset backed securities)* que busca fomentar la oferta de crédito en la región. Por su parte, el Banco Central de Japón anunció un incremento de su programa de compras de títulos por ¥10 billones (b).

En las economías de América Latina el panorama inflacionario y las respuestas de política monetaria han sido heterogéneos. Por un lado, en Brasil tanto la inflación, como las expectativas, se mantuvieron por encima del rango objetivo del banco central, por lo que esta institución decidió incrementar su tasa de referencia. Entretanto, en Chile la depreciación del peso ha generado presiones al alza sobre los precios en este país; sin embargo, dado que las expectativas de los distintos agentes permanecen ancladas alrededor de 3,0% y que la economía se ha debilitado, la autoridad monetaria ha decidido reducir su tasa de interés de 4,0% en junio a 3,0% en octubre. Por su lado, en Perú han desaparecido algunos de los choques de oferta que mantuvieron elevada la inflación durante la primera parte del año, permitiendo una reducción de este indicador en los últimos meses. Gracias a ello, y dada la pérdida de dinamismo de la actividad real peruana durante el año, desde junio el Banco Central de la Reserva del Perú redujo su tasa de interés en 50 puntos básicos (pb), para ubicarla en 3,5%.

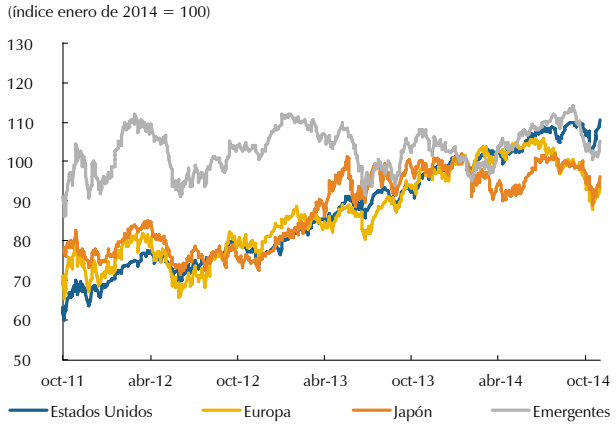
Finalmente, para las economías emergentes de Asia, la inflación anual se redujo en China, Corea del Sur, India y Taiwán, y se mantuvo en niveles bajos en Indonesia. De esta forma, el Banco Central de Corea del Sur redujo su tasa de intervención en 25 pb, ubicándola en 2,0%, mientras que el Banco Central de China hizo algunos recortes a las tasas de financiación de corto plazo de los bancos y moderó algunas restricciones sobre las condiciones a los préstamos hipotecarios.

3. Mercados financieros

En cuanto a los mercados financieros internacionales, se ha observado un incremento en la volatilidad durante septiembre y la primera mitad de octubre del presente año, en un contexto de mayor aversión al riesgo. Lo anterior se explica, en gran parte, por un aumento de la incertidumbre con respecto a las decisiones de política monetaria de los países desarrollados y por el deterioro de las condiciones económicas de la zona del euro y de los países emergentes. Sin embargo, los buenos resultados económicos y de las ganancias trimestrales de las empresas en los Estados Unidos, al igual que el mayor estímulo monetario en Japón, permitieron que esta tendencia se revirtiera en los últimos días de octubre. De esta forma, se observó una tendencia a la baja de los principales índices bursátiles mundiales hasta mediados de ese mes, cuando inició una rápida recuperación (Gráfico 9).

Gráfico 9
Índices accionarios globales

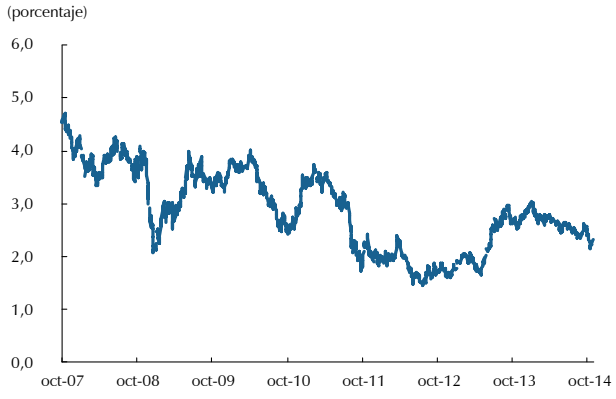
(índice enero de 2014 = 100)



Fuente: Bloomberg.

En los Estados Unidos las tasas de los bonos de diez años mostraron un comportamiento similar al de los

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

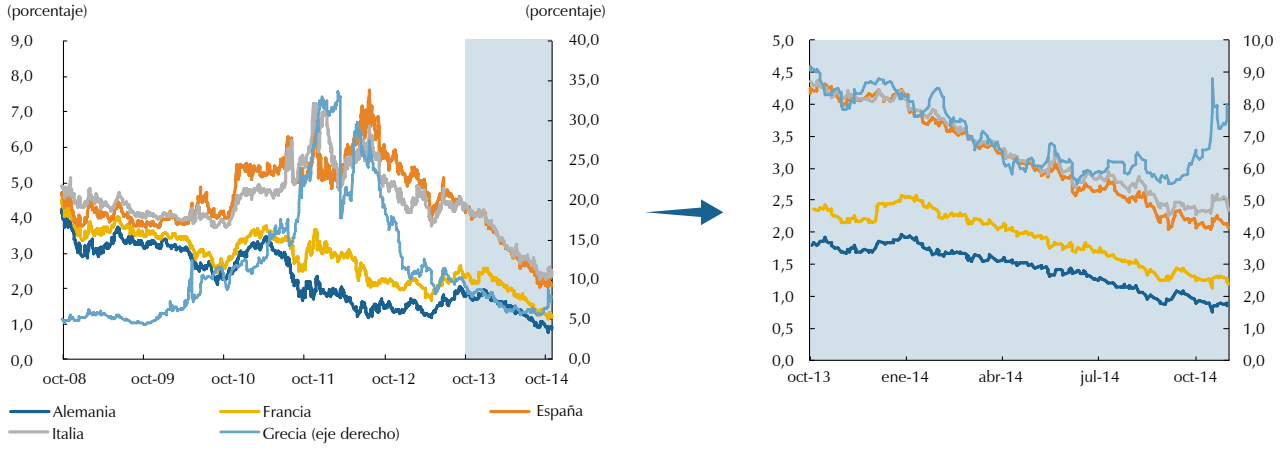


Fuente: Bloomberg.

índices bursátiles, al caer entre septiembre y la primera parte de octubre, para luego recuperarse, en alguna medida, en la última parte de este mes (Gráfico 10). Como consecuencia de este comportamiento, estas tasas se ubicaron por debajo de los niveles observados en diciembre de 2013, cuando inició el desmonte gradual del programa de compras de activos por parte de la Fed. Dado que las tasas de corto plazo exhibieron una caída menos pronunciada que las de largo plazo, se observó un aplanamiento de la curva de rendimientos, que sugiere que los agentes en los mercados financieros estarían previendo una postergación del incremento de tasas en esta economía hasta el último trimestre de 2015.

Por su parte, en la zona del euro las tasas de los bonos soberanos de diez años se mantuvieron en niveles bajos para Alemania, España, Italia y Francia, mientras que las de Grecia exhibieron algunos incrementos (Gráfico 11). En el caso de este último país, el alza estuvo explicada por el deseo del gobierno griego de suspender el programa de reestructuración de la deuda, que inició en 2010 promovido por el BCE, la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Lo anterior ha revivido las dudas de los mercados financieros sobre la sostenibilidad fiscal de este país.

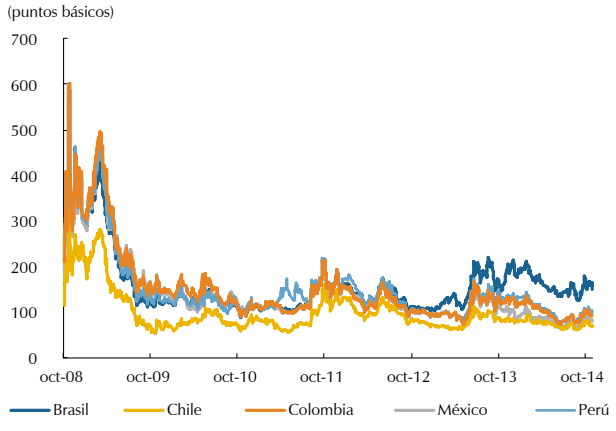
Gráfico 11
Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de algunos países de la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

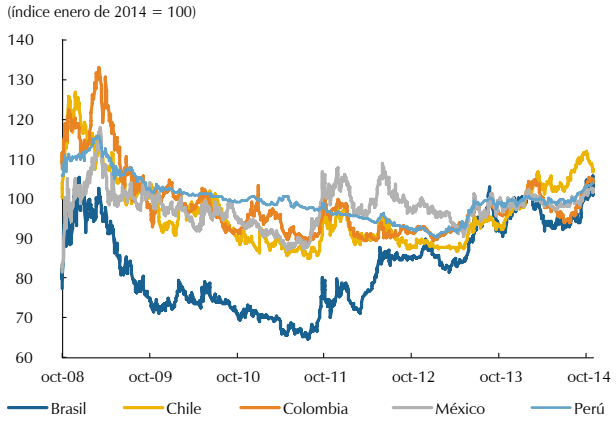
En el caso de América Latina, se observaron incrementos en las primas de riesgo de la región, como consecuencia de la debilidad económica de algunos países y de la mayor aversión al riesgo mundial. De esta forma, los *credit default swaps* (CDS) a cinco años se ubicaron por encima de los niveles registrados durante el segundo trimestre (Gráfico 12). Por su parte, las monedas latinoamericanas se depreciaron de manera importante entre julio y octubre con respecto a lo observado en enero de 2014, siendo la moneda de Chile la única excepción. El peso chileno, sin embargo, se había depreciado con anterioridad. Para lo corrido del año, las monedas

Gráfico 12
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 13
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

de Chile y Colombia son las que más se han debilitado, con depreciaciones de 10,0% y 6,6%, respectivamente (Gráfico 13).

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Los pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Colombia fueron revisados a la baja en la actualidad con respecto a lo estimado en el *Informe sobre Inflación* de junio de 2014. Lo anterior obedece a la mayor debilidad observada en la zona del euro, en China y en algunas economías de América Latina. Así, se proyecta que la expansión económica de los principales socios comerciales del país (ponderada por comercio no tradicional) para este año sea de 2,0% y para el siguiente de 2,6%, lo cual es inferior a lo esperado tres meses atrás, cuando se anticipaban tasas de 2,5% y 3,2%, respectivamente (Cuadro 1).

Por países, en los Estados Unidos el buen desempeño de la economía en el tercer trimestre fue afín con lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de junio. Sin embargo, se presentaron algunas revisiones a las cifras del PIB en 2013 y para el primer trimestre del año, que permitieron incrementar el pronóstico de crecimiento para todo 2014 de 1,9% a 2,1%. Implícito en esta proyección se encuentra el hecho de que esta economía mantendría el dinamismo observado hasta el momento durante el último trimestre del año, jalonado principalmente por su demanda interna. En este contexto, el mercado laboral preservaría su senda de recuperación.

En cuanto a 2015, se espera que el consumo de los hogares y la inversión se mantengan en niveles favorables, impulsando el crecimiento de la economía durante el año, ayudando así a la eliminación de los excesos de capacidad que aún persisten en el mercado laboral. Adicionalmente, en un escenario de menor demanda global, el contexto exterior le aportaría en menor medida a la expansión de la actividad real. De esta forma, el pronóstico para todo 2015 sería de 2,8%.

Los anteriores pronósticos suponen que, en materia de política monetaria, la Fed no haría cambios a su postura en lo restante del año e incrementaría su tasa de referencia de forma gradual durante el segundo semestre de 2015. Se espera que el retiro paulatino del estímulo monetario no genere aumentos significativos en la volatilidad de los mercados financieros y que se transmita correctamente a las tasas del mercado.

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

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

Para el caso de la zona del euro, la actividad real se ha debilitado con respecto a lo esperado en el *Informe sobre Inflación* anterior, y la recuperación que se esperaba para este año no se ha materializado. La confianza de los empresarios y de los hogares se ha deteriorado de forma importante, especialmente en Alemania, lo cual ha afectado las perspectivas de crecimiento para lo que resta del año. En este contexto, las acciones del BCE no tendrían efectos importantes durante el último trimestre, por lo que la expansión de la economía sería muy modesta. De esta forma, se revisó el pronóstico para todo 2014 de 1,0% a 0,8%.

Para el año siguiente no se descarta que del BCE adopte políticas adicionales que, sumadas a las existentes, ayudarían a restablecer gradualmente el canal del crédito en la región y a depreciar el euro con respecto al dólar y a la libra. Esto debería dar un impulso a la demanda interna y al comercio exterior de la región, que aceleraría, en alguna medida, el crecimiento frente a lo observado en 2014. De igual forma, la debilidad de la moneda y la mejora de la actividad económica frenarían las presiones desinflacionarias. Pese a esto, algunos países de la región, como Francia e Italia, seguirían estancados por culpa de los problemas estructurales de competitividad que aún enfrentan. En este contexto, el crecimiento para 2015 sería de 1,2%.

Para 2015 la economía china continuaría desacelerándose. En contraste, se espera que América Latina exhiba alguna recuperación.

En China la actividad real se seguiría desacelerando durante la última parte del año y en 2015, a medida que continúe el rebalanceo hacia una economía soportada por el consumo privado, junto con la liberalización gradual de los mercados financieros. En este contexto, se espera que la inversión en activos fijos y el crédito sigan reduciendo paulatinamente el dinamismo que han exhibido en años anteriores y efectúen un menor aporte al crecimiento. De esta forma, en 2015 deberían corregirse parte de los desbalances macroeconómicos que se han formado en esta economía. Además, la moderación en la demanda global implicaría que el comercio externo no contribuiría de forma importante a la expansión de la actividad real.

En cuanto a América Latina, se espera que la economía de Perú exhiba alguna recuperación en la última parte del año y que se acelere durante 2015, mientras que en Brasil y Chile la actividad real se mantendría mermada en este período. Sin embargo, se espera que el mayor gasto del gobierno chileno y la menor incertidumbre tras las elecciones brasileras le den un impulso adicional al crecimiento de estas economías en 2015. Finalmente, otros países de la región, como Venezuela y Argentina, continuarían con problemas estructurales que dificultarían su crecimiento este año y el próximo.

Con respecto a las materias primas, la debilidad de la demanda mundial, especialmente en China y en la zona del euro, continuaría presionando a la baja los precios de los bienes básicos. En el caso del petróleo se espera, además, que permanezcan las buenas perspectivas del crecimiento de la oferta en los Estados Unidos, lo cual mantendría la cotización de este bien por debajo de los niveles observados en los últimos años. No obstante, no se descarta que la OPEP haga algunos recortes a su producción o que se presenten interrupciones en la explotación del crudo por culpa de las tensiones geopolíticas en Irak y en Libia. En este contexto, el precio promedio por barril de crudo para 2014 y 2015 sería de US$102,4 y de US$95, respectivamente, los cuales son significativamente inferiores a los US$109 y US$104 que se esperaban en el *Informe sobre Inflación* anterior.

Para los precios de los demás bienes básicos exportados por Colombia se prevé un panorama mixto. Por un lado, los precios del carbón seguirían reduciéndose, como consecuencia de una sustitución mundial de este mineral por gas natural o por derivados de petróleo para la generación de energía. Por el otro, la cotización del café se mantendría elevada por las difíciles condiciones climáticas y por la presencia de plagas en algunos países productores (Cuadro 2).

Los pronósticos de los precios del petróleo se ajustaron a la baja tras las importantes caídas observadas en los últimos meses.

Al igual que en trimestres anteriores, el escenario central continúa presentando riesgos no despreciables a la baja, que en la actualidad son mayores que los evaluados hace tres meses. En esta ocasión, el mayor riesgo proviene de una profundización del debilitamiento de las principales economías de la zona del euro, con Alemania a la cabeza, por culpa de un mayor deterioro en la confianza y de un sector externo golpeado. En este contexto, la desinflación se acentuaría por los menores precios de los bienes básicos y por la mayor debilidad de la demanda interna, mientras que las medidas del BCE y de otras autoridades económicas serían

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

Principales productos	2013	Proyecciones para 2014			Proyecciones para 2015		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café colombiano (*ex dock*; dólares por libra)	1,48	1,80	1,90	2,00	1,70	2,00	2,30
Petróleo Brent (dólares por barril)	108,7	100,0	102,4	104,0	85,0	95,0	105,0
Carbón (dólares por tonelada)	88	72	75	78	64	72	80
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	15.091	15.495	16.169	16.843	14.822	17.516	20.211
Oro[a/] (dólares por onza *troy*)	1.411	1.290	1.270	1.250	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.

insuficientes. Esta debilidad podría contagiarse a los demás países, en especial los asiáticos, por medio del comercio y de un mayor pesimismo por parte de los agentes.

Adicionalmente, una desaceleración más fuerte de las economías emergentes representa un importante riesgo a la baja. Por un lado, una caída más marcada del crecimiento en China ocurriría principalmente por problemas asociados con su estabilidad financiera. Entretanto, para el caso de las economías de América Latina la reducción en los precios internacionales podría afectar en mayor medida su dinamismo.

Finalmente, la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, o un escalamiento de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente o en Europa del Este, podría tener efectos adversos sobre los mercados financieros y la confianza de empresarios y hogares en todo el mundo. Esto afectaría las decisiones de consumo e inversión, al igual que los flujos de capitales hacia los mercados emergentes.

B. BALANZA DE PAGOS

Durante el segundo trimestre de 2014 se observó una fuerte reducción del balance comercial del país, lo que generó una ampliación del déficit en la cuenta corriente para este período.

En el segundo trimestre de 2014 la balanza de pagos del país registró un déficit en la cuenta corriente de 4,4% del PIB (US$4.228 m), superior al observado en el mismo período del año anterior (2,4% del PIB, US$2.196 m). De nuevo, esta ampliación estuvo asociada con una fuerte reducción del superávit de la balanza comercial, producto de menores ingresos por exportaciones y un crecimiento dinámico de las importaciones. El desempeño de las ventas externas estuvo afectado por la caída del valor de las de origen minero, en particular del oro, del ferroníquel y de los productos derivados del petróleo[4], así como por la fuerte disminución de las ventas externas de productos industriales. Por su parte, las importaciones de bienes mantuvieron un comportamiento dinámico durante este mismo período, impulsadas por una demanda interna fuerte, por las amplias condiciones de financiación externas

4 En este último caso, producto del cierre de la Refinería de Cartagena, S. A., principalmente.

La caída en los ingresos por remesas de trabajadores, afectadas en especial por la reducción de estos flujos desde Venezuela, también contribuyeron al deterioro del balance externo.

y por las compras extraordinarias de combustibles derivadas del choque de oferta producto del cierre de la Refinería de Cartagena, S. A. (Reficar). Al resultado de la balanza comercial se sumó una significativa reducción de los ingresos netos por transferencias, efecto de la fuerte caída de las remesas de trabajadores, en particular, aquellas provenientes de Venezuela. Lo anterior estuvo parcialmente compensado por una leve reducción de los egresos netos por renta factorial, gracias al aumento en los ingresos provenientes de la remuneración de la inversión directa en el exterior.

En cuanto a los recursos de financiamiento externo, durante el segundo trimestre del año el déficit en la cuenta corriente estuvo soportado por ingresos netos de la cuenta de capital y financiera por US$3.814 m (4,0% del PIB), monto superior en US$1.821 m al observado el año anterior (2,2% del PIB). La principal fuente de recursos externos para el segundo trimestre de 2014 fue la inversión de cartera, la cual alcanzó un monto de US$6.114 m en dicho período, y en la cual se destaca aquella dirigida hacia los títulos de deuda de largo plazo del sector público. Dichos recursos se asocian con el efecto de la recomposición de los índices de deuda emergente de JP Morgan, en los cuales los títulos de deuda del gobierno colombiano ganaron mayor participación, junto con la colocación de bonos del sector público en los mercados internacionales. Por su parte, la inversión extranjera directa (IED) aumentó 22,1% anual, alcanzando un monto de US$4.890 m para dicho período, impulsada en especial por los sectores diferentes a minería y petróleo. Las anteriores entradas estuvieron compensadas, en parte, por un aumento en la salida de recursos de inversión directa y de cartera en el exterior, las cuales sumaron egresos por US$4.735 m frente a salidas por US$988 m observadas en el mismo período del año anterior.

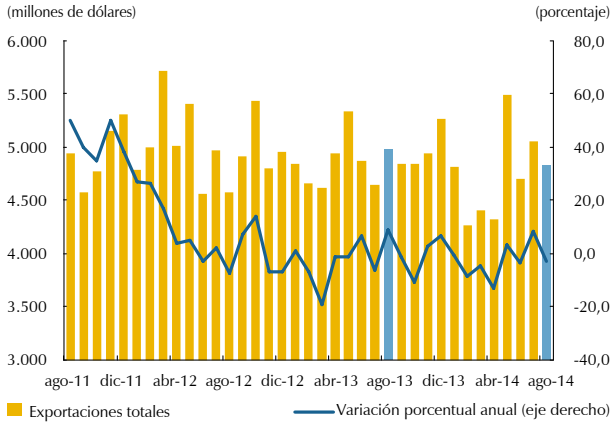
Para el acumulado del primer semestre de 2014 la balanza de pagos del país registró un déficit en la cuenta corriente de 4,4% del PIB (US$8.107 m), superior al del mismo período del año anterior (3,0% del PIB, US$5.453 m). Para el tercer trimestre de 2014 se espera que el resultado negativo de la balanza comercial se mantenga. En particular, la información disponible de comercio exterior de bienes para el bimestre julio-agosto de 2014 señala que el balance comercial se mantiene deficitario, acumulando un valor de US$620 m. En dicho período las exportaciones totales en dólares crecieron en 2,6% con respecto al año anterior (Gráfico 14), impulsadas por las exportaciones de origen agrícola e industriales. A pesar de la recuperación en las ventas externas, el valor de las importaciones FOB[5] creció en términos anuales 9,3% (Gráfico 15), lo cual aumenta el déficit comercial hasta ahora observado (véase el sombreado de la p. 29).

El déficit corriente del segundo trimestre de 2014 estuvo ampliamente financiado por un aumento importante de los recursos originados en la inversión de cartera.

Los resultados negativos del balance comercial se podrían ver parcialmente compensados por menores egresos de la renta de factorial, dada la reducción

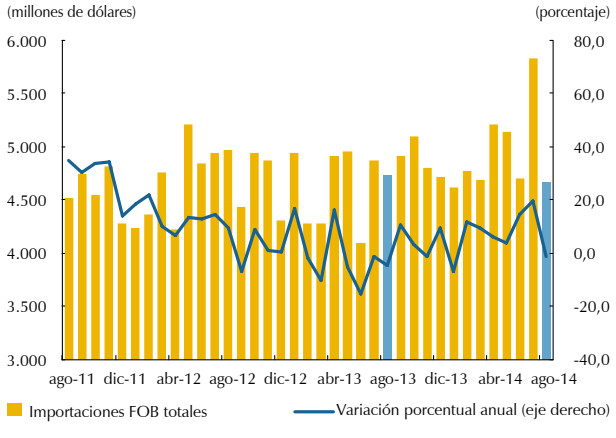
5 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB (*free on board*) de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF (*cost, freight and insurance*), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas durante julio y agosto de 2014 fue de US$5.493 m, lo que representa un crecimiento de 8,9% anual.

Gráfico 14
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15
Importaciones FOB totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

en el precio del petróleo observada desde la segunda parte del mes de junio, lo que podría disminuir la remisión de utilidades del sector. Por su parte, los ingresos netos por transferencias corrientes podrían aumentar en el tercer trimestre del año, impulsados por la recuperación de las economías de los Estados Unidos y España, aunque podrían persistir los efectos de la caída de las remesas provenientes de Venezuela.

La información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria[6] apunta a que durante el tercer trimestre de 2014 los flujos de IED se mantendrían en niveles similares a los observados en el mismo período del año anterior. Por su parte, los ingresos de recursos de inversión financiera o de portafolio del sector privado mantendrían un crecimiento importante frente a lo observado un año atrás, aunque con una tendencia de desaceleración durante el trimestre. Lo anterior estaría asociado con la finalización del período de ajuste gradual de la composición de los índices de deuda emergente de JP Morgan.

Para todo 2014 la proyección de la balanza de pagos muestra un déficit en la cuenta corriente que podría ubicarse entre 4,4% y 4,8% del PIB, con un escenario central superior al valor observado para 2013 (3,2% del PIB) (Cuadro 3). Este resultado sería consistente con una reducción de las exportaciones totales en dólares entre -4,2% y -0,4% anual, producto de la menor demanda externa por productos no tradicionales, de las menores exportaciones de derivados por el cierre de la Refinería de Cartagena y de una caída en los ingresos por las ventas externas de petróleo, que se verían afectadas en la última parte del año por la caída del precio internacional del crudo, a pesar de que se espera un aumento de los volúmenes exportados. Por su parte, las importaciones mantendrían un crecimiento entre 4,3% y 8,3% para todo el año, resultado del buen dinamismo esperado de la demanda interna, junto con las necesidades de compras externas de combustibles del país. Sin embargo, se prevé que algunas importaciones se moderen en lo que resta del año, producto de la mayor depreciación observada.

Junto con un mayor déficit comercial para 2014, se espera una leve ampliación del déficit en la balanza de servicios, dado un aumento en el nivel de egresos estimados por concepto de gastos de viaje y transporte para el año. Por el contrario, se

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

Cuadro 3
Balanza de pagos
Flujos anuales

	2010	2011	2012 (pr)	2013 (pr)	2014 (proy)
	(millones de dólares)				
Cuenta corriente (A + B + C)	(8.666)	(9.713)	(11.300)	(12.276)	(17.665)
Porcentaje del PIB	(3,0)	(2,9)	(3,1)	(3,2)	(4,6)
A. Bienes y servicios	(1.887)	950	(843)	(2.652)	(7.845)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(11.227)	(15.497)	(15.036)	(14.196)	(14.002)
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.448	4.834	4.579	4.572	4.182
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(8.921)	(8.844)	(11.294)	(11.723)	(17.508)
Porcentaje del PIB	(3,1)	(2,6)	(3,1)	(3,1)	(4,5)
A. Inversión directa (ii-i)	(947)	(6.228)	(15.646)	(8.546)	(11.226)
i. Extranjera en Colombia (IED)	6.430	14.648	15.039	16.198	16.461
ii. Colombiana en el exterior	5.483	8.420	(606)	7.652	5.235
B. Inversión de cartera	(973)	(6.090)	(5.690)	(6.978)	(10.120)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(10.144)	(267)	4.636	(3.145)	(1.026)
D. Activos de reserva	3.142	3.742	5.406	6.946	4.863
Errores y omisiones (E y O)	(255)	869	6	553	156

(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Nota: los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del Manual de Balanza de Pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos.
Fuente: Banco de la República.

proyecta una leve reducción de los egresos netos por renta factorial, asociado con una menor remisión de utilidades del sector minero-energético y un crecimiento moderado de los ingresos por la remuneración de las inversiones directas en el exterior. Los ingresos por transferencias corrientes se verían afectados en 2014 por la caída en las remesas de trabajadores, observadas en lo corrido del año, aunque se espera una ligera recuperación en lo que resta del período, gracias al impulso que podría darle el mejor desempeño esperado en los Estados Unidos y España.

El déficit en la cuenta corriente proyectado para 2014 seguiría siendo financiado, principalmente, por recursos de IED, los cuales se estiman en niveles ligeramente superiores a los del año anterior, gracias, en particular, al impulso de sectores diferentes al minero-energético. A su vez, los recursos de la inversión extranjera directa neta aumentarían, dada una menor estimación de la inversión directa de colombianos en el exterior frente a lo observado el año anterior. Adicionalmente, se proyecta un crecimiento significativo de los flujos de inversión de cartera del exterior, dirigidos en especial al mercado de deuda pública local y a la colocación

Para 2015 se estima un déficit en la cuenta corriente entre 4,0% y 4,7% del PIB.

de bonos de largo plazo del sector público en los mercados internacionales. Estos ingresos estarían parcialmente compensados con una mayor constitución de activos en el exterior del sector privado. Por último, es importante señalar que el ejercicio de proyección de la balanza de pagos refleja una variación de las reservas internacionales brutas consistente con los anuncios de intervención realizados por el Banco de la República[7] y con sus rendimientos financieros asociados.

Para 2015 se estima que las condiciones de financiación externa para la economía colombiana no cambiarían de manera importante, en particular en lo que se refiere a la inversión directa neta hacia el país. Esto permitiría contar con los recursos suficientes para sostener un déficit en la cuenta corriente similar al proyectado en 2014. Sin embargo, un mejor contexto de demanda externa estimado para el año siguiente, sumado a la superación de los problemas de oferta que afectan el desempeño de algunos sectores en el presente año (refinados), sugieren una ligera corrección del balance externo del país para los años siguientes.

Los pronósticos anteriores se efectuaron teniendo en cuenta unos precios internacionales de materias primas exportadas por el país y un crecimiento de los socios comerciales tal y como se considera en el escenario central presentado en la parte A de este capítulo. Sin embargo, como se señala en esa sección, los riesgos que priman son a la baja, tanto en el crecimiento mundial, como en los precios de las materias primas. En caso de concretarse un escenario bajista como ese, el déficit en la cuenta corriente podría ajustarse aún más que lo esperado en el escenario base, enmarcado en un contexto de menores recursos de financiamiento externo y una mayor depreciación del tipo de cambio. En este sentido, el rango estimado para el balance externo el próximo año estaría entre -4,0 y -4,7% del PIB.

---

7 Considera las compras de divisas anunciadas de hasta por US$1.000 m entre octubre y diciembre de 2014.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES PARA EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2014 Y EN LO CORRIDO DEL TERCER TRIMESTRE

Durante el segundo trimestre de 2014 se registró una caída de las exportaciones totales de 4,2% frente al mismo período del año anterior. Ello obedeció a menores ventas externas de bienes de origen minero e industrial, las cuales disminuyeron en 2,8% y 15,0% anual, respectivamente. En el primer grupo, los resultados negativos estuvieron asociados con la caída en los ingresos externos por productos refinados, ferroníquel y oro, en todos los casos explicados principalmente por reducciones en los volúmenes de exportación. Lo anterior estuvo compensado de manera parcial por aumentos en las cantidades exportadas de carbón y petróleo, sumado a un mayor precio de venta en el caso del petróleo. Con respecto a las exportaciones industriales, estas se vieron, sobre todo, afectadas por la caída en las ventas de vehículos al exterior,

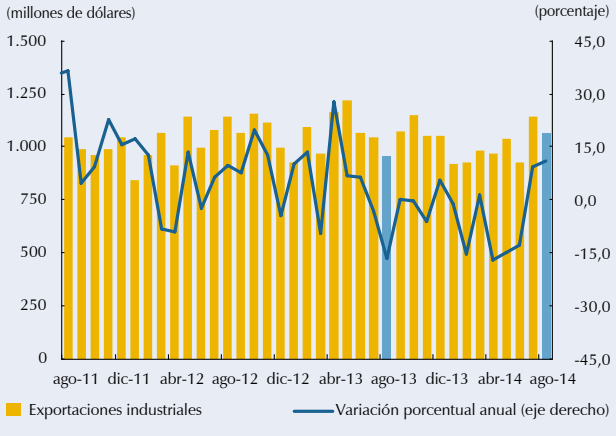
las cuales se contrajeron en 50,5% con respecto al mismo período del año anterior. Cabe mencionar que las exportaciones industriales disminuyeron durante dicho lapso hacia todos los destinos, excepto hacia los Estados Unidos, donde crecieron 2,8% anual durante el segundo trimestre. Por su parte, los productos de origen agrícola se vieron favorecidos por los mayores volúmenes de producción. En el caso del café, esto fue reforzado por mayores precios de exportación.

Durante el mismo período, las importaciones crecieron 7,8% anual, impulsadas principalmente por las compras externas de bienes intermedios (11,7% anual), en particular los derivados del petróleo (véase Recuadro 2, p. 50) y, en menor medida, por las importaciones de bienes de consumo (10,2% anual). Las importaciones de bienes de capital también mostraron un aumento durante este período, aunque más moderado que el de los demás tipos de bienes (2,5% anual).

Durante el bimestre julio-agosto de 2014 las exportaciones en dólares mostraron una recuperación gracias al impulso de las ventas externas de bienes agrícolas e industriales. Así, las primeras registraron un aumento de 16,6% anual para dicho período, mientras que las exportaciones industriales lo hicieron en un 10,1% (Gráfico A). Las mayores exportaciones de origen agrícola están asociadas con el comportamiento de las ventas de café, que para este período han presentado crecimientos tanto en los volúmenes de exportación como en el precio internacional, favoreciendo los ingresos externos del sector. Así mismo, las ventas de banano se incrementaron durante el bimestre, mientras que las ventas externas de flores registraron una caída de 6,1% para dicho período.

En relación con las exportaciones de origen minero, estas registraron una caída durante el bimestre de 0,9% anual, la cual obedeció a la reducción de las ventas externas de petróleo crudo y sus derivados, reflejo de los menores precios internacionales del crudo y del choque de oferta en el caso de los refinados (Recuadro 2). Adicionalmente, se siguen registrando disminuciones en las exportaciones de oro para dicho período. Por el contrario, los ingresos por exportaciones de carbón y ferroníquel mostraron aumentos de 14,7% 15,5% anual, respectivamente, para dicho lapso.

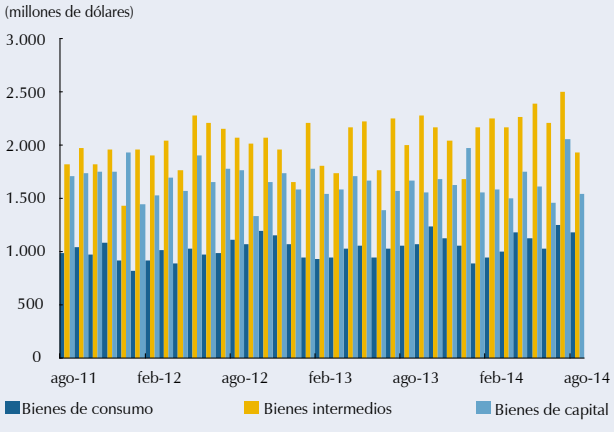
Gráfico A
Exportaciones industriales y otros[a/]
(mensual)



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

En este mismo período, las importaciones FOB en dólares reportaron un crecimiento anual de 9,3%. Este incremento se debe principalmente a las mayores compras externas de bienes de consumo, las cuales aumentaron 16,8% anual, reflejo de un buen comportamiento de las importaciones de bienes durables y no durables (23,0% y 10,5%, respectivamente). Dentro del grupo de bienes durables cabe resaltar el importante incremento de las importaciones de vehículos (23% anual). A lo anterior se sumó la variación positiva de 4,2% anual en las compras de bienes intermedios, impulsadas en especial por las mayores necesidades de combustibles (5,7% anual) y de materias primas para la industria (4,9% anual). Finalmente, las compras de bienes de capital se recuperaron durante el bimestre, al registrar un aumento de 11,1%, reflejando las mayores compras de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte (Gráfico B).

Gráfico B
Importaciones por tipo de bienes (FOB)
(mensual)

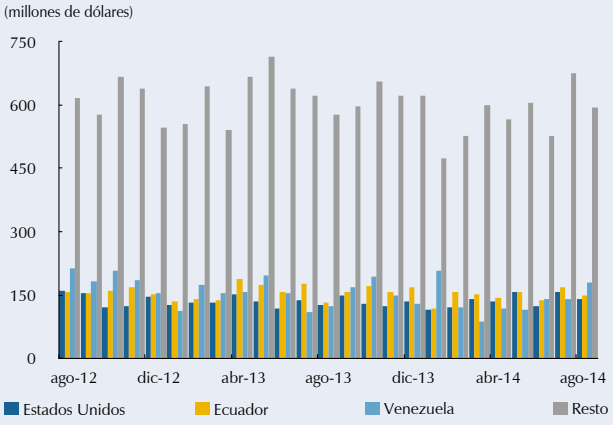


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con relación a las exportaciones industriales[1], entre julio y agosto se observó un aumento hacia todos los destinos, siendo el comercio con Venezuela el más beneficiado durante este período (38,2% anual) (Gráfico C). Las ventas a este destino ascienden en el bimestre a US$322 m, representando el 14,6% de dichas ventas durante este período. En general,

1 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores; y representan el 22% del total exportado en dicho período. Las exportaciones industriales representan el 96% de este grupo.

Gráfico C
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto de destinos[a/] (mensual)



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

el buen comportamiento de las exportaciones industriales estuvo asociado principalmente con crecimientos en las ventas externas de alimentos y bebidas, vehículos, manufacturas de cuero, químicos y maquinaria y equipo.

Recuadro 1
SINCRONIZACIÓN DEL CICLO ECONÓMICO LATINOAMERICANO

Luis Eduardo Arango
Juliana Ávila
Alvaro José Pinzón*

Los ciclos económicos son secuencias de expansiones y contracciones de la economía. Las primeras, caracterizadas por un mayor dinamismo de la actividad económica; las segundas, por caídas en la producción y el deterioro del entorno económico. El punto más alto de la expansión se conoce como pico, y a partir de allí comienza la fase de recesión, cuyo punto más bajo se conoce como valle, que marca el inicio de la fase de expansión (Alfonso *et al*., 2013). En ocasiones, los ciclos de cada economía están guiados por fenómenos globales que no afectan solo a un país. Por ello, puede existir alguna sincronización en el ciclo económico de naciones con similitudes en la estructura productiva o en la dependencia comercial.

Esta nota tiene como propósito analizar el grado de sincronización de los ciclos económicos de algunos países latinoamericanos (Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela) en las últimas décadas. Con este objetivo, se estudian el producto interno bruto real (PIB) y el índice de producción industrial (IPI), variables que miden la actividad económica de cada economía.

Sincronización y correlaciones del PIB

Las series trimestrales del PIB, desde 1996 hasta 2013, se utilizan para estimar, por una parte, las cronologías de los ciclos basados en el criterio de recesión del Euro Area Business Cycle Datting Committee del Center for Economic Policy Research (CEPR)[1] y, por otra, los componentes transitorios por medio del filtro Hodrick-Prescott, con el fin de calcular las correlaciones cruzadas en ventanas de cinco años entre los países.

Las cronologías de los ciclos económicos se presentan en el Gráfico R1.1, donde las zonas sombreadas representan las fases de recesión de cada país. Se encuentra que las economías más volátiles, aquellas que han registrado ciclos completos más cortos, son Venezuela y Brasil, mientras que la menos volátil es Colombia, quien no alcanza a presentar ningún ciclo completo, seguida de Chile. Igualmente, se encontró que la economía que tuvo las fases de recesión más prolongadas fue la venezolana (quince meses en 1998 y en 2009).

Para los países analizados se encuentra que, en promedio, un ciclo económico tiene una duración de 47 meses (casi cuatro años), con un período de expansión de 40 meses (3,3 años) y uno de recesión de 8 meses, aproximadamente, lo que significa que los ciclos económicos detectados son asimétricos; es decir que en todos los países los períodos de recesión son mucho menores que los períodos de expansión (Cuadro R1.1).

Colombia, según el criterio del CEPR, solo presenta una contracción desde 1996, la cual ocurrió en 1998-1999[2], antecedida por un período de crecimiento acelerado, que coincidió, además, con las presentadas en todas las economías analizadas, excepto en la mexicana.

Brasil, México, Ecuador, Perú y Venezuela tuvieron un declive de su actividad económica entre 2000 y 2001, que coincide con la explosión de la burbuja *dot-com*[3]. Todas las economías analizadas, excepto la colombiana, presentan una fase de recesión asociada con la crisis *sub prime*[4] entre los años 2008 y 2009.

El Gráfico R1.1 proporciona información sobre el acoplamiento de las recesiones colombianas con las de los demás

---

* Los autores son en su orden, investigador principal de la Unidad de Investigación, y estudiantes en práctica. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Documento Basado en Arango, Ávila y Pinzón (2014).

1 Este criterio define una recesión como un declive significativo en el nivel de actividad económica, por lo general visible en dos o más trimestres consecutivos de crecimiento negativo del PIB, empleo y otras variables macroeconómicas. En esta nota el criterio solo se aplica al PIB real, haciéndolo más laxo.

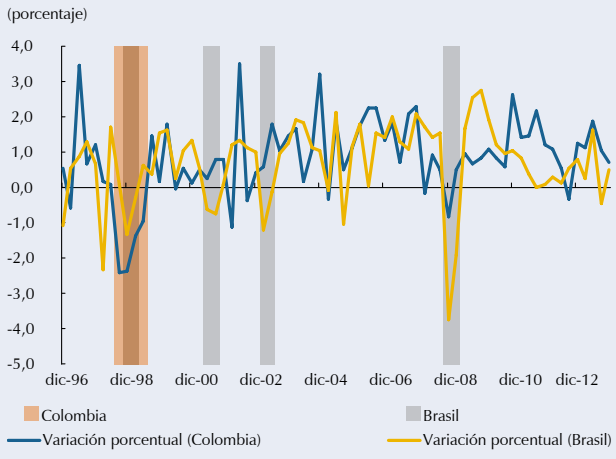
2 Los períodos de auge que precedieron a estos años lograron aumentar el consumo, inversión y deuda del país; sin embargo, ante el deterioro de los términos de intercambio y el encarecimiento de la deuda por la devaluación del peso, como consecuencia de la crisis asiática, Colombia sufrió una fuerte contracción de la inversión, la producción y el consumo, un incremento de la tasa de interés y disminución de liquidez, creando dificultades para el cumplimiento de compromisos de deuda (Aparicio *et al*., 2012).

3 La explosión de la burbuja *dot-com* fue un colapso generalizado de empresas de internet como consecuencia de la rápida valoración que experimentaron entre 1997 y 2000. Se estima que desaparecieron 5.000 compañías de internet (quiebras, fusiones y adquisiciones) (Lin y Treichel, 2012).

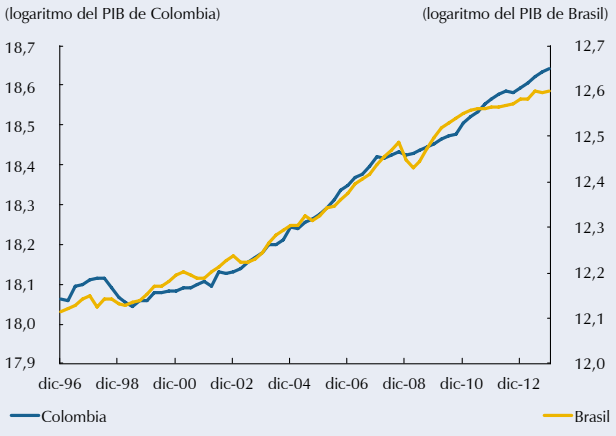
4 La crisis financiera de 2008 se desató debido al colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos que en octubre de 2007 provocó la llamada crisis de las hipotecas *sub prime* (Correia *et al*., 2009).

Gráfico R1.1
Recesiones y variaciones porcentuales del PIB

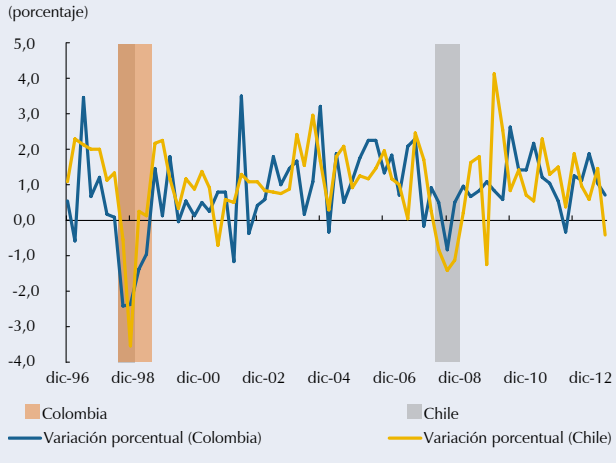
A.



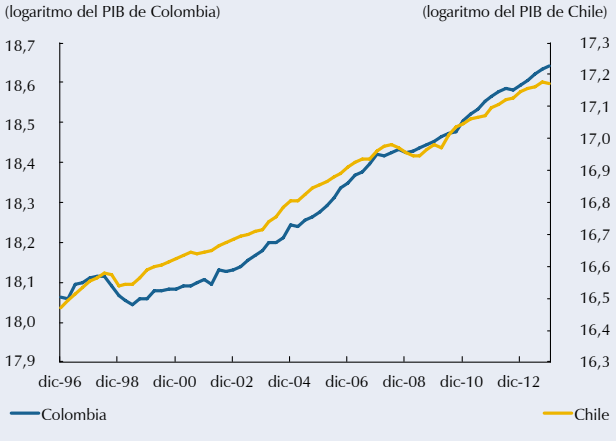
B.



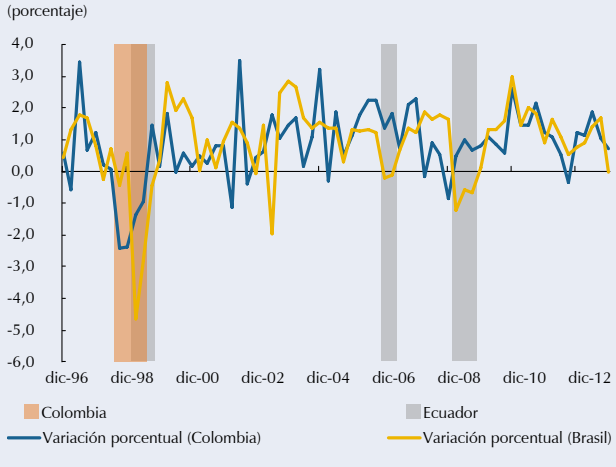
C.



D.



E.



F.

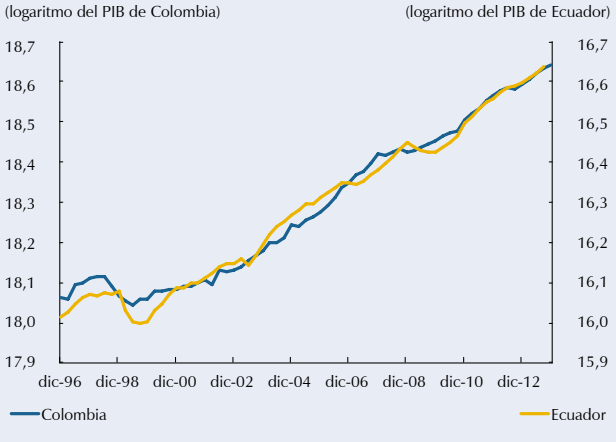
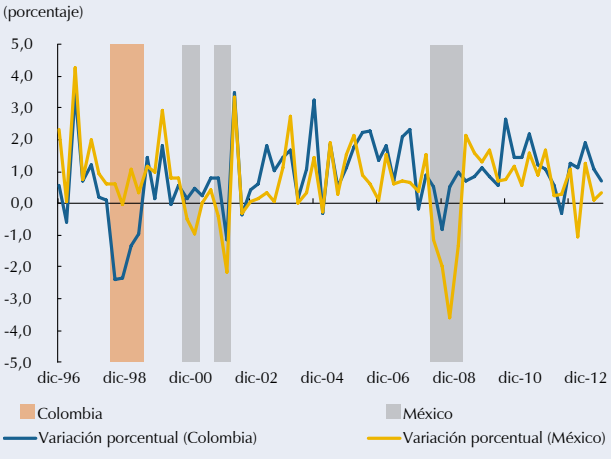
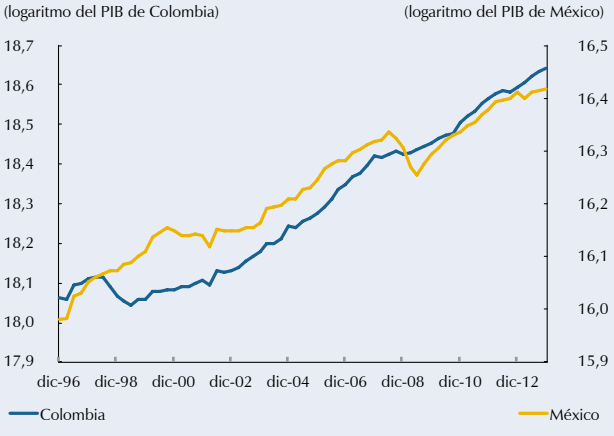


Gráfico R1.1 (continuación)
Recesiones y variaciones porcentuales del PIB

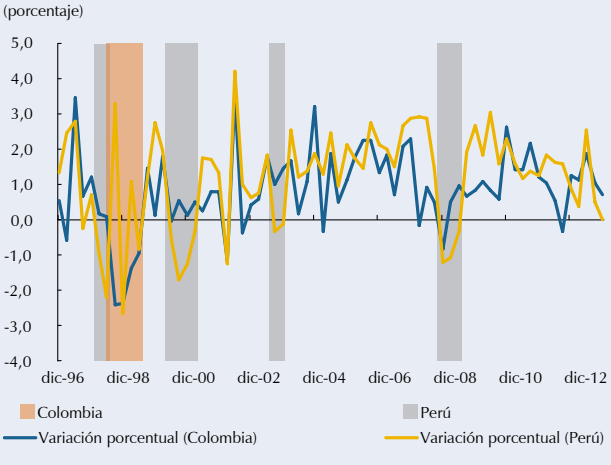
G.



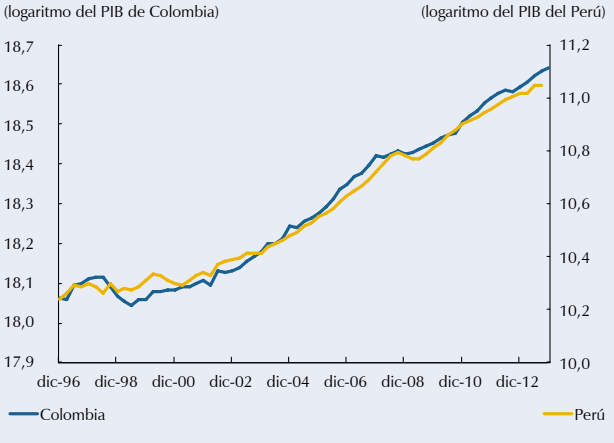
H.



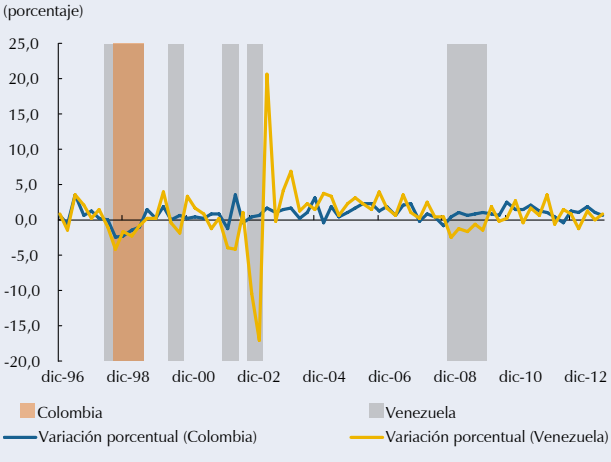
I.



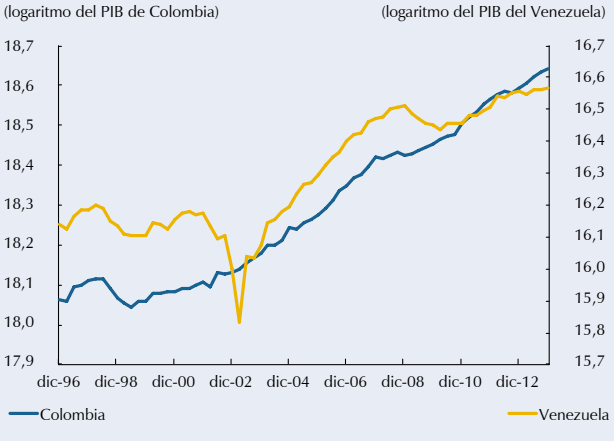
J.



K.



L.



Fuente: Banco Central de Brasil, Banco Central de Venezuela, Banco de la República, Cepal y Fondo Monetario Internacional; cálculos de los autores.

Cuadro R1.1
Promedio de los ciclos económicos del PIB real de Latinoamérica

País	Ciclos completos registrados	Duración promedio (meses)			
		Ciclo completo Pico a pico	Expansión	Ciclo completo Valle a valle	Contracción
Brasil	3	40	34	40	6
Chile	1	120	114	123	7,5
Colombia	0	n. a.	n. a.	n. a.	12
Ecuador	3	54	47	55	7,5
México	2	46,5	40,5	49,5	8
Perú	3	43	35	44	8,3
Venezuela	4	32,3	24	32,3	9,6
Promedio		47,1	39,9	48	8,1

n. a.: no aplica.
Nota: basado en Arango, Ávila y Pinzón (2014).
Fuente: Banco Central de Brasil, Banco Central de Venezuela, Banco de la República, Cepal y Fondo Monetario Internacional; cálculos de los autores.

países. La columna izquierda muestra las fases de recesión del ciclo económico de Colombia acompañadas de las de los países de la muestra, junto con las variaciones trimestrales del PIB desestacionalizado (a partir de las cuales se determinaron las recesiones).

La fase de contracción identificada para Colombia también se presentó en la mayoría de los países analizados; es decir, la crisis de finales de la década de los noventa coincidió con recesiones en otros países de Latinoamérica. Sin embargo, no todas las crisis registradas en los demás países se presentaron en Colombia. Por ejemplo, México y Perú registraron tres y cuatro contracciones, respectivamente, pero ninguna coincidió con la colombiana. Este hecho sugiere que el PIB de estas economías ha sido más vulnerable al contexto internacional que el colombiano.

La correlación de los ciclos económicos de los países constituye otra forma de analizar su grado de sincronización. Las variables sobre las que se determina el coeficiente de correlación son los componentes transitorios del PIB, hallados mediante el filtro Hodrick-Prescott. Sin embargo, con el fin de analizar cómo cambia la sincronización a lo largo del tiempo, se construye una ventana de cinco años sobre la cual se estima la correlación[5].

Un valor positivo y significativo de la correlación implica que ambos países crecen (decrecen) con respecto a su tendencia, simultáneamente. Un valor negativo expresa que cuando un país crece, frente a su tendencia, el otro país decrece.

A partir de este cálculo, se encuentra que solamente con Brasil se ha presentado un período de correlación negativa y significativa. Con los demás países existieron períodos de correlación negativa pero no significativa. Por otro lado, hasta antes de 2006 la correlación con México fue no significativa, pero a partir de ese año esta ha sido alta, cercana a 0,8. Para Brasil se encontró que solo durante el período 2006-2010 hubo una correlación estadísticamente diferente de cero. Para el período 2003-2006 Chile y Perú presentan una correlación negativa, pero no significativa con Colombia; esto mismo ocurre con Venezuela entre 2003 y 2006, y con Ecuador entre 2006 y 2009.

La magnitud de las correlaciones ha cambiado a lo largo del tiempo; sin embargo, el país que está más correlacionado hoy en día con la economía colombiana es México, seguido por Ecuador y Chile. Finalmente, se observa que la evolución de las correlaciones cruzadas en el corto plazo (últimos dos años) entre Colombia y los países analizados ha disminuido, llegando a valores por debajo de 0,5; como pasa con Venezuela.

Sincronización y correlaciones del IPI

El segundo indicador usado para determinar los ciclos y la sincronización es el índice de producción industrial[6] (IPI) entre enero de 1991 y febrero de 2014. Este índice mide la evolución de la producción industrial en cantidades, eliminando la influencia de los precios.

5 La ventana se mueve período tras período, es decir, de forma trimestral, hasta que alcance el dato disponible más reciente para las variables; de esta manera, se obtiene la evolución del coeficiente de correlación a lo largo del tiempo en el período estudiado.

6 Para Perú se utilizó el índice de manufacturas (IM) como aproximación del IPI, puesto que el período muestral de aquel indicador mayor y su evolución es muy cercana a la del IPI. Se excluyeron Ecuador y Venezuela por falta de datos.

Para estimar los ciclos industriales en los países latinoamericanos de la muestra, se utilizó el algoritmo Bry-Boschan[7]. La cronología de los ciclos identificados se presenta en el Gráfico R1.2, donde las áreas sombreadas corresponden a las fases de recesión en cada uno de los países. Se resaltan tres períodos de contracción que presentaron la mayoría de los países: la crisis de los países asiáticos de finales de 1997[8], la crisis de comienzos del presente siglo y la crisis de 2008.

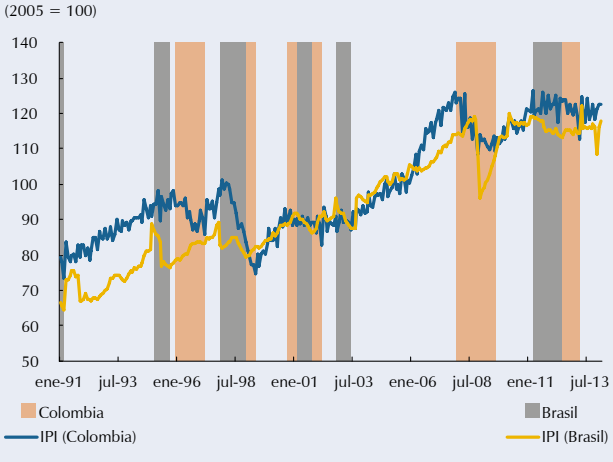
A diferencia de los ciclos económicos, los ciclos industriales colombianos identificados sí incluyen las crisis de comienzos de siglo y del año 2008. En el período muestral Colombia registra seis fases de recesión: 1991, 1996, 1998, 2001,

7 El objetivo de este algoritmo es identificar los máximos y mínimos locales de las series una vez que se suavizan y se eliminan sus puntos extremos. Los ciclos hallados a partir de este método deben cumplir con restricciones de duración tanto para un ciclo completo como para una fase. En este sentido, la duración mínima de una fase son seis meses, mientras que el ciclo completo debe durar más de quince meses (Alfonso *et al.*, 2013).

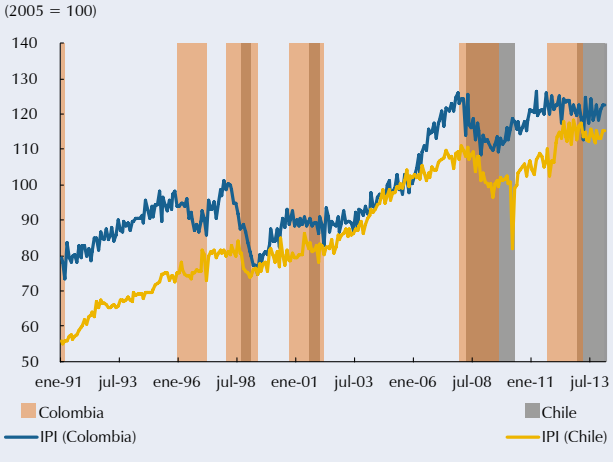
8 Se le llamó *crisis de los países asiáticos* a aquella desencadenada a mediados del año 1997, la cual comenzó con la devaluación de las monedas de Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas, y su posterior contagio por gran parte del territorio asiático. Esta caída se tradujo en una pérdida de confianza de los países en desarrollo y una caída en los precios del petróleo. Lo anterior condujo a la crisis rusa, la cual se extendió hasta los Estados Unidos, convirtiéndose así en una crisis global (Paredes, 1999).

Gráfico R1.2
Recesiones y evolución del IPI

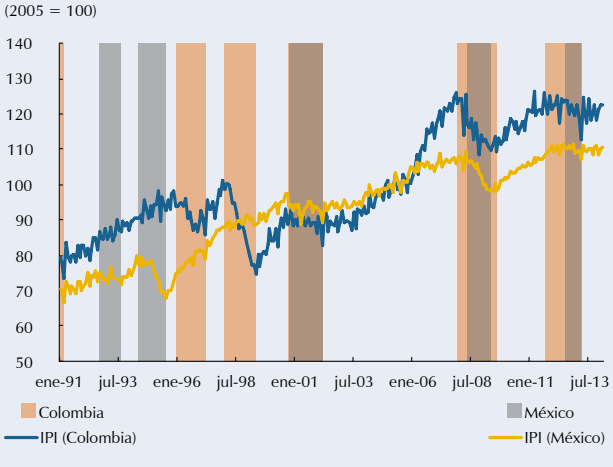
A.



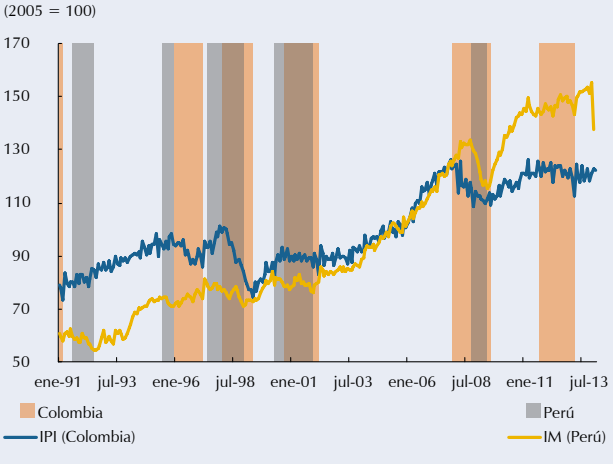
B.



C.



D.



Fuente: Banco de la República, Bloomberg, Datastream, Fondo Monetario Internacional e Instituto Nacional de Estadística e Informática de Perú; cálculos de los autores.

2008[9] y 2013. Para la industria mexicana se detectó, en el año 1994 la crisis del tequila (Ffrench-Davis, 1997), la cual no se reflejó en los ciclos (ni del PIB, ni del IPI) de los demás países latinoamericanos analizados. Con esta metodología, los países más volátiles son Brasil y Perú, mientras que los menos volátiles son México y Chile. Se estima que los ciclos industriales tienen una duración promedio de 55 meses (4,6 años), presentando períodos de expansión de 40 meses (3,3 años) y contracciones de 14 meses en promedio. Un resumen de las características de los ciclos por países es presentado en el Cuadro R1.2.

A continuación se analiza la sincronización del ciclo industrial colombiano con los ciclos de los países latinoamericanos de la muestra por medio de un gráfico de sombras. El Gráfico R1.2 marca las fases de recesión de Colombia y otro país de la muestra.

Se encuentra un alto grado de sincronización de las fases de recesión en el sector industrial entre Chile y Colombia para el período 1998-2008; sin embargo, dado que la última fase de recesión en Colombia no coincide completamente con la de Chile[10], podría pensarse que estas no estuvieron impulsadas por los mismos factores, lo que conduciría a una disminución en el grado de sincronización. Con México se encuentra que entre 1991 y 2000 existe muy poca sincronización en sus recesiones; no obstante, después del año 2000 las dos economías experimentaron las mismas contracciones. Por otra parte, no es claro el acople de las fases de recesión de Colombia con las de Brasil ni con las de Perú, ya que solo coinciden en la mitad de las recesiones identificadas.

Los resultados de las correlaciones contemporáneas de los componentes transitorios del IPI reafirman el análisis realizado a partir de los ciclos industriales identificados por medio del algoritmo Bry-Boschan. Entre Chile y Colombia se encontró una correlación alta (alrededor de 0,6) y significativa durante gran parte del período analizado, pero en los últimos años esta ha disminuido.

A partir del año 2000 la correlación con México es positiva y significativa, además ha presentado una tendencia creciente desde 2006, resultado que coincide con el análisis de correlación hecho con el componente transitorio del PIB. Por otra parte, Brasil presentó períodos de alta correlación, llegando a valores de 0,6; sin embargo, esto no se mantuvo en el tiempo, puesto que en los últimos años la correlación ha sido baja, alrededor de 0,45. El ciclo del IM de Perú no tuvo correlación durante gran parte de la década de 1990; no obstante, iniciado el siglo la correlación aumentó y ha mantenido un nivel superior a 0,5.

Finalmente, se encuentra que el coeficiente de correlación de los componentes transitorios del IPI no ha sido constante en el período analizado. Para el último año la correlación presenta una tendencia creciente entre Colombia-Perú y Colombia-México, mientras que ha disminuido entre Colombia-Chile y Colombia-Brasil. Actualmente, el país que tiene una mayor correlación con Colombia es México, mientras que la menor se observa con Chile.

9 Durante 2008 el precio del petróleo y de los energéticos tuvo una tendencia creciente hasta junio, a partir de este mes el precio sufrió una fuerte caída hasta diciembre, desde cuando empezó a recuperarse lentamente. Este fenómeno profundizó la crisis de 2008 en países exportadores de petróleo y demás energéticos, como Colombia, Chile y México.

10 Solo coinciden en el último trimestre de la recesión colombiana, el cual constituye el primero de la chilena.

Cuadro R1.2
Resumen de los ciclos industriales de Latinoamérica

País	Ciclos completos registrados	Duración promedio (meses)			
		Ciclo completo pico a pico	Expansión	Ciclo completo valle a valle	Contracción
Colombia	5	52	40	51	11
Brasil	3	57	44	67	13
Chile	5	53,2	34,4	52,8	18,4
México	4	59,8	45	58,8	13,6
Perú	4	53,8	40	50,8	13,8
Promedio		54,8	40,2	54,6	14

Nota: basado en Arango, Ávila y Pinzón (2014). e INEI.
Fuente: Banco Central de Brasil, Banco Central de Venezuela, Banco de la República, Cepal, Fondo Monetario Internacional e INEI; cálculos de los autores.

Referencias

Alfonso, V.; Arango, L.; Arias, F.; Cangrejo, G.; Pulido, J. (2013). "Ciclos de negocios en Colombia: 1975-2011", *Lecturas de Economía*, núm. 78, Universidad de Antioquia, Medellín, Colombia.

Aparicio, M.; Heredia, A.; Hernández, C.; Quintero, J.; Serna, O. (2012). "Crisis financieras sistémicas en Colombia y contraste con el escenario actual", documento de investigación, núm. 2, Fogafín.

Arango, L. E.; Ávila, J.; Pinzón, A. J. (2014). "Ciclos económicos en Latinoamérica", documento interno de trabajo, Banco de la República.

Correia, F.; Jiménez, F.; Manuelito, S. (2009). "La crisis *sub prime* en Estados Unidos y la regulación y supervisión financiera: lecciones para América Latina y el Caribe", *Macroeconomía para el Desarrollo*, núm. 79, Cepal.

Ffrench-Davis, R. (1997). "El efecto tequila, sus orígenes y su alcance contagioso", *Desarrollo Económico*, vol. 37, núm. 146, Instituto de Desarrollo Económico y Social.

Lin, J.; Treichel, V. (2012). "The Unexpected Global Financial Crisis", policy research working paper, núm. 5937, The World Bank.

Paredes, R. (1999). "Crisis asiática, la primera gran crisis de los mercados globalizados", *Revistas Mundus*, núm. 4, Universidad Nacional del Rosario, Argentina.

II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo

En el segundo trimestre de 2014 el PIB colombiano se incrementó a una tasa anual de 4,3%, similar a la esperada. El menor número de días hábiles y algunos choques de oferta temporales habrían contribuido a la desaceleración observada.

Durante el tercer trimestre del año la actividad económica habría registrado un buen ritmo de crecimiento. La demanda interna y un mejor desempeño de las exportaciones habrían contribuido a la expansión del PIB.

Por ramas de actividad, el impulso provendría de sectores como la construcción y los servicios sociales y personales. La industria habría registrado crecimientos positivos, pese al choque negativo por el cierre de Reficar.

A. EL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2014

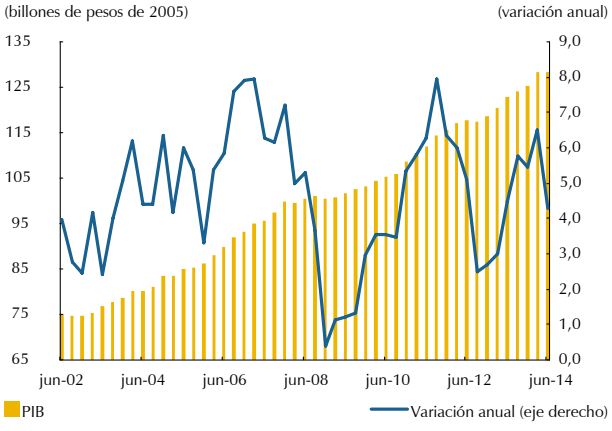
Según lo reportado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), durante el segundo trimestre de 2014 el PIB en Colombia se expandió a una tasa anual de 4,3% (Gráfico 16). Esta cifra representó una desaceleración con respecto al registro de los primeros tres meses del año (6,5%), y coincidió con el escenario de crecimiento más probable del rango de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 3,6% y 5,0%, con 4,3% como cifra más probable). La comparación entre el primer y el segundo trimestres sugiere que los niveles de la serie no variaron significativamente de un período a otro (-0,1%).

Durante el segundo trimestre el ritmo de crecimiento económico se mantuvo cercano a su promedio desde 2001, resultado de una buena expansión anual de la demanda interna.

Como en algunos años, estimados en las respectivas versiones de este informe, es importante señalar que el efecto calendario de un menor número de días hábiles durante dicho período habría influido en los resultados publicados por el DANE.

A pesar de la desaceleración registrada, el ritmo de crecimiento económico se mantuvo cercano a su promedio desde 2001, resultado de una buena expansión anual de la demanda interna (7,7%). Dada su alta participación dentro del PIB, la mayor contribución provino del consumo agregado, aunque la inversión también se expandió a un ritmo importante (Cuadro 4). En el segundo trimestre el consumo

Gráfico 16
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

privado mantuvo una dinámica sobresaliente, a lo que se sumó un impulso significativo del consumo final del Gobierno.

De acuerdo con el DANE, al desagregar el consumo privado en sus componentes, se registraron desaceleraciones en el de bienes no durables y semidurables, compensadas en gran parte por una aceleración en el crecimiento del consumo de servicios y de bienes durables. Lo anterior permitió que el consumo de los hogares se expandiera a un ritmo similar al registrado en los primeros tres meses del año, incluso a pesar del efecto estadístico de un menor número de días calendario.

Con respecto a la inversión, la mayoría de renglones que la componen se expandieron a tasas menores que las registradas para el primer trimestre del año. A pesar de su desaceleración, la construcción de obras civiles fue el renglón con mayor contribución a la dinámica de la formación bruta de capital. Enseguida se ubicaron las inversiones en

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2013				2013	2014		Contribuciones al crecimiento
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	II trim.	II trim. 2014
Consumo total	**3,6**	**4,2**	**4,5**	**5,0**	**4,4**	**5,8**	**5,5**	**4,4**
Consumo de hogares	3,5	4,1	4,4	4,9	4,2	5,4	5,2	3,3
Bienes no durables	3,0	4,4	4,2	4,9	4,1	5,5	4,7	1,0
Bienes semidurables	3,7	6,5	6,0	7,4	5,9	5,9	4,8	0,3
Bienes durables	(0,2)	0,5	9,6	5,4	3,8	8,3	10,0	0,4
Servicios	4,0	4,1	4,1	4,4	4,2	4,6	5,0	1,7
Consumo final del Gobierno	5,4	5,6	5,9	6,2	5,8	8,1	6,5	1,1
Formación bruta de capital	**(0,1)**	**(3,5)**	**14,4**	**10,9**	**5,1**	**18,5**	**14,3**	**3,9**
Formación bruta de capital fijo	4,0	0,5	12,1	8,3	6,1	15,2	11,1	3,1
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(2,2)	(5,3)	(9,7)	(14,2)	(7,9)	3,7	26,4	0,1
Maquinaria y equipo	3,1	2,7	1,7	4,0	2,9	12,8	6,5	0,6
Equipo de transporte	(14,7)	(14,7)	1,7	9,6	(4,9)	3,6	16,1	0,5
Construcción y edificaciones	12,2	12,5	31,8	(3,7)	12,0	8,2	2,2	0,2
Obras civiles	7,8	(1,3)	21,6	23,1	11,9	25,5	17,8	1,4
Servicios	3,0	(3,7)	14,0	4,5	4,2	7,5	7,1	0,0
Demanda interna	**2,7**	**2,6**	**7,1**	**6,5**	**4,7**	**9,0**	**7,7**	**8,4**
Exportaciones totales	**(1,1)**	**13,7**	**1,8**	**7,4**	**5,4**	**2,4**	**(8,6)**	**(1,6)**
Importaciones totales	**1,9**	**4,1**	**4,6**	**7,5**	**4,5**	**14,2**	**9,6**	**(2,6)**
PIB	**3,0**	**4,5**	**5,8**	**5,4**	**4,7**	**6,5**	**4,3**	**4,3**

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el segundo trimestre las exportaciones en pesos reales registraron una caída, resultado de distintos choques de oferta en el sector minero, del cierre temporal de Reficar, y de una demanda externa mediocre.

maquinaria y equipo y equipo de transporte, que conjuntamente contribuyeron con 1,1 pp a la expansión del PIB. Asimismo, se destaca el importante crecimiento de la inversión agropecuaria, relacionada con el ciclo de retención ganadera y con el proceso de renovación de cultivos cafeteros, principalmente.

En contraste, el resultado neto de las cuentas de comercio exterior contribuyó de manera negativa a la expansión del PIB. Por un lado, las exportaciones en pesos reales registraron una caída importante, la mayor desde finales de 2009. Lo anterior resultó de la conjunción de distintos choques de oferta en el sector minero, el cierre temporal de la Refinería de Cartagena, y una demanda externa mediocre. Por otro, las importaciones mantuvieron un buen ritmo de crecimiento, en gran parte por la necesidad de cubrir la demanda por refinados del petróleo, aunque también se destaca el comportamiento de las compras de bienes de consumo y, en menor medida, de capital.

Por el lado de la oferta, los sectores que presentaron la mayor contribución al crecimiento de la economía colombiana fueron, en su orden, la construcción (principalmente por las obras civiles), los servicios financieros, y los servicios sociales, comunales y personales (Cuadro 5). Entre abril y junio la mayoría de sectores mostró una desaceleración frente a los primeros tres meses del año, excepto por los servicios financieros, que mantuvieron su tasa anual, y las únicas ramas que registraron una contracción anual fueron la industria y la minería. Por su parte, el rubro de los impuestos mantuvo su ritmo de expansión, siguiendo el dinamismo que exhibe la economía colombiana en lo corrido del año.

Con respecto a la construcción, la de obras civiles tuvo un aumento importante (17,6% anual), pese a que se desaceleró frente a lo observado en el primer trimestre (26,6%). El desempeño de este subsector sigue siendo liderado por la buena dinámica registrada por el grupo de carreteras, calles y puentes, el cual creció 37,8% y aportó 11,5 pp a la variación total[8]. Por su parte, el comportamiento de las edificaciones estuvo por debajo de lo esperado y creció apenas un 1,4% frente al 7,4% del trimestre anterior. Esto se explica porque la ejecución de las obras se concentró en las etapas del proceso constructivo con menor valor agregado.

El desempeño de las obras civiles durante el segundo trimestre siguió siendo liderado por la buena dinámica registrada por el grupo de carreteras, calles y puentes.

En cuanto al sector financiero, en el segundo trimestre el ritmo de crecimiento de la cartera total se mantuvo en tasas similares a las del trimestre anterior (13,6%). Adicionalmente, el margen de intermediación se sostuvo en niveles similares y las utilidades mejoraron levemente durante el trimestre, por lo que la expansión anual del PIB sectorial durante abril y junio de 2014 fue similar a la de tres meses atrás (pasó de 6,0% a 6,1%). Cabe señalar que dicho rubro se mantiene como uno de los que más aportan a la economía, dada su alta participación en el PIB (19,9%), y su crecimiento se mantuvo por encima del promedio de los últimos seis años (4,7%).

---

8 Este resultado se explica por el mayor pago efectuado en construcción, mantenimiento, reparación y adecuación de vías interurbanas tanto de las entidades de orden nacional como territorial, las cuales registraron un aumento en los pagos de 42,2% y 60,5%, respectivamente.

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

Sector	2013				2013	2014		Contribución al crecimiento anual (II trim. de 2014)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	II trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,1	7,6	5,3	6,0	5,5	6,1	1,6	0,1
Explotación de minas y canteras	0,8	4,5	6,7	7,8	4,9	5,7	(2,2)	(0,2)
Industria manufacturera	(4,7)	1,1	(0,4)	0,2	(1,0)	3,3	(1,4)	(0,2)
Electricidad, gas y agua	4,2	5,8	4,1	5,5	4,9	3,8	2,8	0,1
Construcción	11,8	5,3	22,5	9,5	12,0	18,2	10,2	0,7
Edificaciones	10,2	9,5	30,4	(0,5)	11,4	7,4	1,4	0,0
Obras civiles	12,8	2,3	17,4	20,0	12,7	26,6	17,6	0,7
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,9	4,3	4,7	5,5	4,3	5,5	4,8	0,6
Transporte, almacenamiento y comunicación	2,3	3,3	3,5	3,4	3,1	4,5	4,4	0,3
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	3,8	4,5	6,1	5,8	5,0	6,0	6,1	1,2
Servicios sociales, comunales y personales	4,9	5,1	5,0	6,2	5,3	6,5	5,8	0,9
Subtotal valor agregado	2,8	4,3	5,5	5,3	4,5	6,4	3,9	3,5
Impuestos menos subsidios	3,7	4,7	5,7	4,5	4,7	7,6	7,8	0,8
PIB	**3,0**	**4,5**	**5,8**	**5,4**	**4,7**	**6,5**	**4,3**	**4,3**

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Entre los sectores de mejor desempeño también se encuentra el de los servicios sociales, comunales y personales. Esta rama mantuvo su dinamismo y creció 5,8% gracias al aumento sostenido del rubro relacionado con la administración pública y defensa (6,8%) y con los servicios de asistencia social y de salud (7,5%).

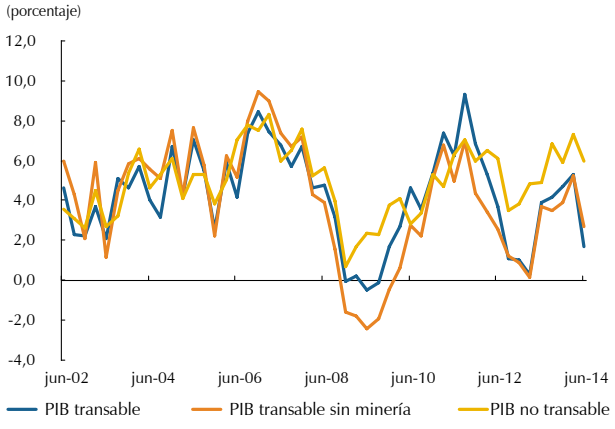
En contraste, las ramas relacionadas con las actividades de minería y de la industria mostraron retrocesos durante el segundo trimestre. En el caso de la minería, el crecimiento de la producción de carbón (2,8%) y de los minerales no metálicos (5,4%) fue contrarrestado por las caídas de la producción de petróleo debido a los problemas de orden público (-2,8%) y de minerales metálicos (-15,5%).

En el segundo trimestre el crecimiento de la economía colombiana continuó estando liderado por los sectores no transables.

Con respecto a la industria, se observó una contracción anual de 1,4%, luego del 3,3% de los primeros tres meses del año. Las principales subramas que aportaron negativamente fueron las relacionadas con la refinación de petróleo, productos de madera y el grupo de otras maquinarias y aparatos eléctricos. En el primer caso, debe tenerse en cuenta que el cierre temporal de Reficar afectará la producción en lo que resta del año. Adicionalmente, se debe señalar que el resultado también estuvo influenciado por la presencia de un menor número de días hábiles durante dicho período. Al controlar este fenómeno, el crecimiento de la industria habría sido del 1,0%[9].

9 Para detalles del cálculo, véase Borradores de Economía, núm. 820, "Efectos calendario sobre la producción industrial", de Luis F. Melo y Daniel Parra, Banco de la República, 2014.

Gráfico 17
PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables
(crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

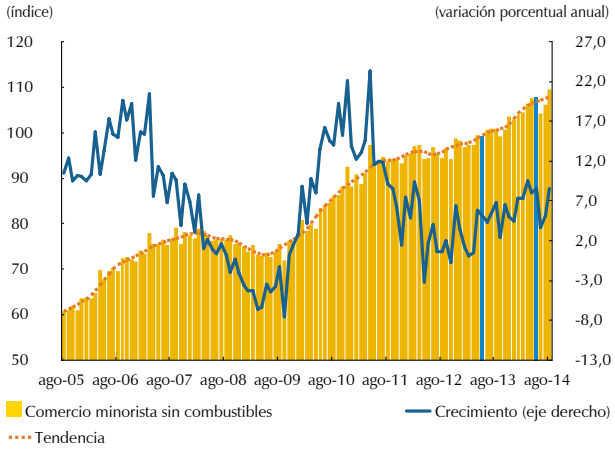
Como se mencionó en el informe anterior, el crecimiento de la economía colombiana continúa estando liderado por los sectores no transables, aunque tanto en este caso como en el de transables se observaron desaceleraciones. Para el primer grupo de sectores, la expansión anual fue de 6,0%, luego del 7,3% del período anterior. El PIB de sectores transables, por su parte, se desaceleró significativamente: creció 1,7% frente al 5,3% del primer trimestre de 2014. Al excluir la minería, los bienes transables mostraron una expansión de 2,7% (Gráfico 17).

B. PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA EL TERCER TRIMESTRE

El análisis de la información disponible para el tercer trimestre de 2014 sugiere que durante dicho período el ritmo de expansión de la actividad económica se habría acelerado frente al registro del segundo trimestre. A pesar de ello, el crecimiento en estos meses se habría ubicado por debajo del observado en promedio para el primer semestre del año. Según las estimaciones que se presentan en esta sección, la demanda interna habría continuado mostrando un buen ritmo de crecimiento, en un contexto en el que el consumo habría mantenido una dinámica similar a la de la primera mitad del año, pero el ritmo de expansión de la inversión se habría moderado. Por su parte, el balance de comercio exterior habría mostrado mejores resultados.

En lo que concierne al consumo privado, los resultados más recientes de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE muestran que en agosto las ventas minoristas aumentaron 8,5% anual en términos reales (Gráfico 18), lo que implica un crecimiento de 6,8% para el bimestre julio-agosto, cifra similar a la observada en el segundo trimestre (6,6%). Se prevé una dinámica más balanceada que en los trimestres anteriores entre los rubros que componen el consumo de los hogares, aunque todavía el segmento de bienes durables, en especial los automóviles, seguiría siendo el más dinámico.

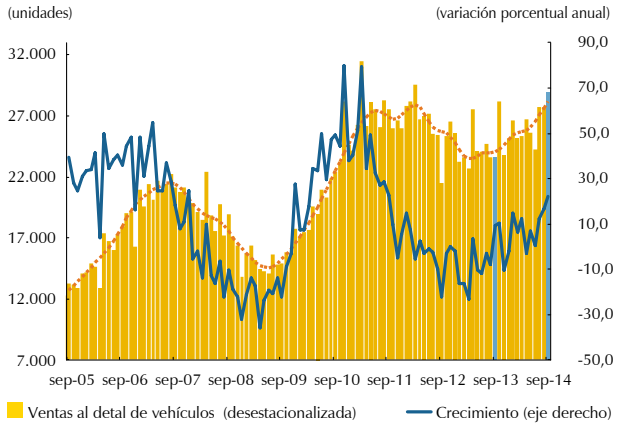
Gráfico 18
Encuesta mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

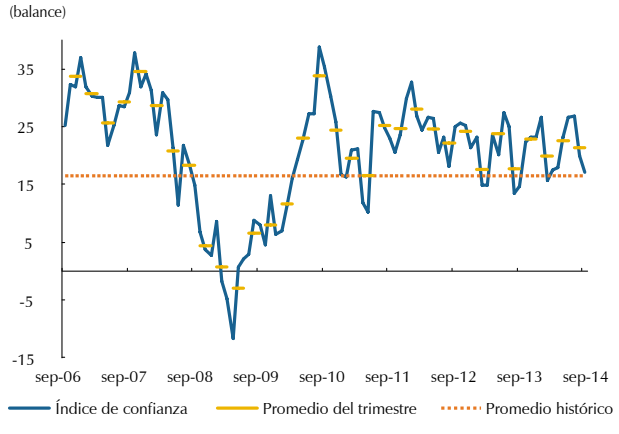
Con respecto a este último, el buen momento de las ventas minoristas del segmento de vehículos y motocicletas permite prever que este rubro se expanda a un buen ritmo. Con información de la EMCM del DANE, en agosto estas crecieron 13,2% anual; 9,5% anual en el bimestre julio-agosto (frente a 2,6% del segundo trimestre). Así mismo, la información de ventas de vehículos publicadas conjuntamente por la Asociación

Gráfico 19
Ventas al detal de vehículos automotores
(serie desestacionalizada)



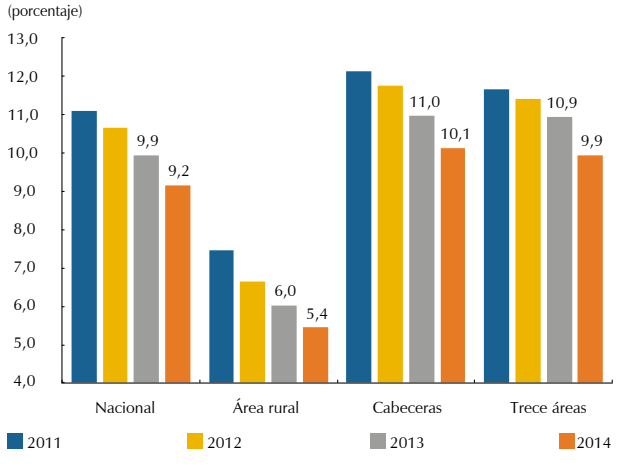
Fuente: ANDI, Fenalco y Econometría; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 21
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil junio-agosto)



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

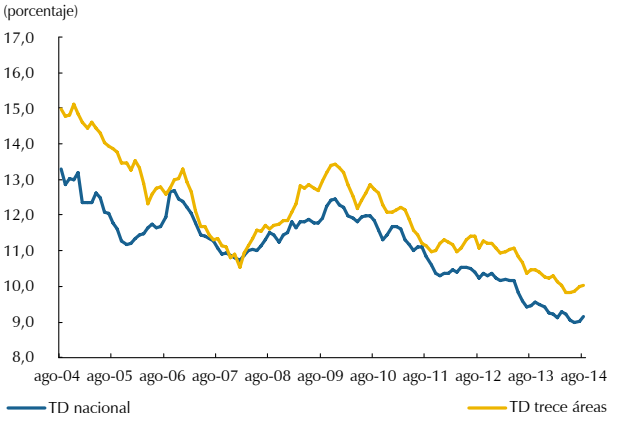
Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) y Econometría sugiere que, con corte a septiembre, este tipo de bienes registraron un incremento significativo en sus ventas durante el tercer trimestre (Gráfico 19).

La expansión prevista del consumo privado es corroborada por el comportamiento de otros indicadores coyunturales. En primer lugar, a pesar de las recientes caídas, el promedio del índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo para el tercer trimestre no distó significativamente de aquel registrado en promedio para el segundo trimestre. Además, su nivel se ubica aún por encima del promedio de la serie desde 2001 (Gráfico 20).

En segundo lugar, los resultados recientes en materia de mercado laboral también permiten prever un buen desempeño del consumo de los hogares durante el tercer trimestre. Con información al trimestre móvil terminado en agosto, la tasa de desempleo (TD) ha continuado con su descenso, ubicándose en el total nacional en 9,1%, 5,7% en las zonas rurales y 10% tanto en las cabeceras urbanas como en las trece principales áreas metropolitanas (Gráfico 21). Al descontar el efecto estacional, las series de TD muestran que la tendencia del indicador continúa siendo decreciente (Gráfico 22).

El comportamiento observado de la TD puede explicarse por la dinámica del empleo, expresado por el

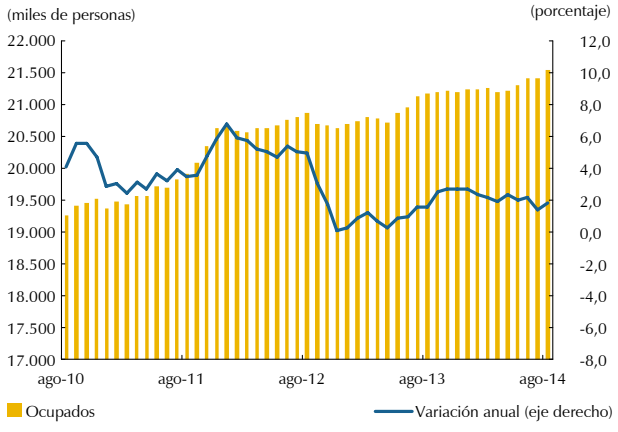
Gráfico 22
Tasa de desempleo nacional y trece áreas
(trimestre móvil desestacionalizado)



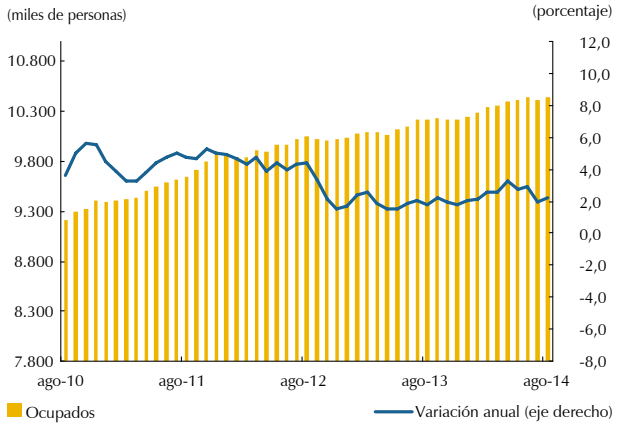
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 23
Número de ocupados y variación anual

A. Total nacional

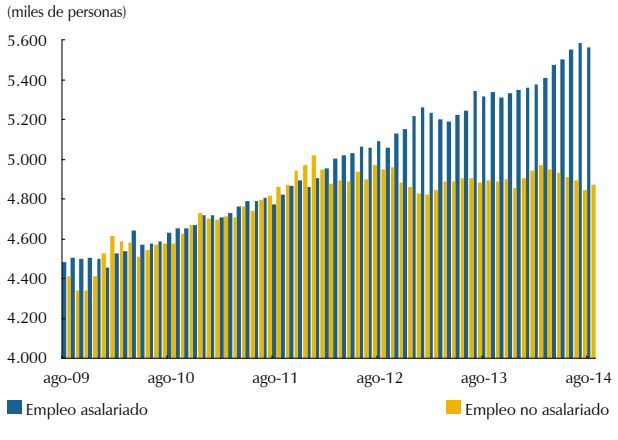


B. Trece principales áreas metropolitanas



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

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



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

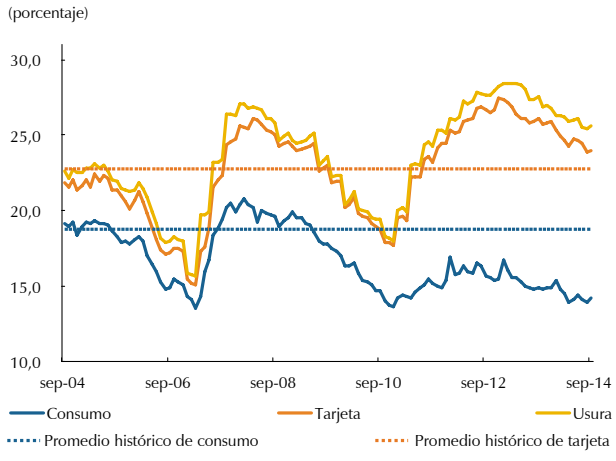
crecimiento del número de ocupados, que en el trimestre junio-agosto se expandió a una tasa anual de 1,9% en el total nacional y de 2,2% en las trece principales áreas metropolitanas (Gráfico 23).

Es posible atribuir el crecimiento de los ocupados a lo observado en materia de trabajadores asalariados, los cuales crecieron a una tasa anual de 4,7% en junio-agosto en las trece áreas, mientras que los no asalariados se contrajeron un 0,4% (Gráfico 24). Este mayor dinamismo que exhibe el empleo asalariado frente al no asalariado es un fenómeno que se viene observando desde mediados de 2012 y que puede atribuirse a varios factores, dentro de los que sobresalen: i) la ley de formalización y generación de empleo, o "Ley del primer empleo" (Ley 1429 de 2010); ii) la reforma tributaria de 2013, y iii) el incremento de la regulación de la intermediación laboral. Este cambio en la composición del empleo puede interpretarse como un aumento en la formalización del mercado laboral, lo que lleva aparejado una mejoría en las condiciones laborales y, en consecuencia, puede favorecer el consumo de los hogares.

En tercer lugar, las cifras de cartera de consumo con *leasing* para el tercer trimestre revelan una expansión de 11,7% frente al mismo período de 2014, lo que sugiere que el ritmo de crecimiento del crédito a los hogares en términos nominales se mantuvo durante el trimestre julio-septiembre. Esta dinámica habría continuado favoreciendo al comportamiento del gasto privado. Adicionalmente, cabe resaltar que el acceso al crédito no se encareció durante los últimos meses: en el tercer trimestre las tasas de interés de consumo en términos reales se ubicaron, en promedio, en niveles similares a los registrados durante el segundo. Las de tarjeta y de usura muestran una leve tendencia decreciente (Gráfico 25).

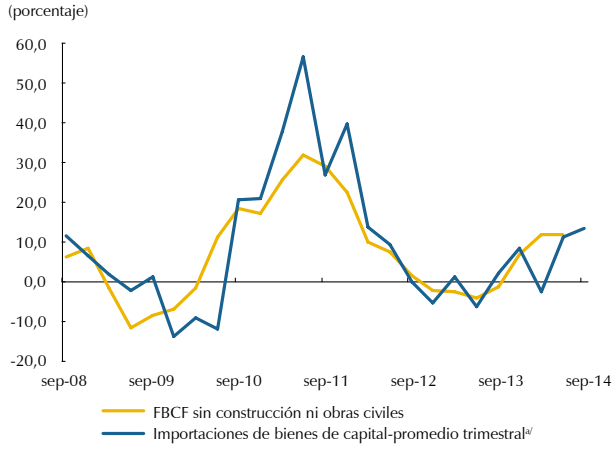
Con respecto al desempeño que habría mostrado la formación bruta de capital fijo durante el tercer trimestre, se prevé una desaceleración adicional a la observada durante el segundo trimestre, aunque este rubro se habría expandido a tasas por encima del resto de la economía. El menor crecimiento esperado obedecería, en gran medida, a una normalización del dinamismo de la inversión en construcción de obras civiles. A pesar de

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



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

Gráfico 26
Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles
(variación anual)



FBCF: formación bruta de capital fijo.
a/ Cifras llevadas a términos reales.
Fuente: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

esto, este tipo de inversión seguiría mostrando un buen ritmo, afín con los buenos resultados de ejecución de recursos provenientes de las regalías asignadas a los gobiernos locales y regionales. La construcción de edificaciones habría recuperado dinamismo, aunque no como en trimestres anteriores, como se explica más adelante.

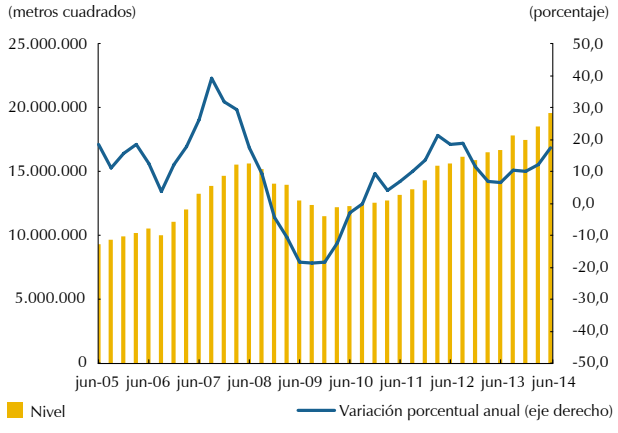
El agregado de los demás rubros que componen la inversión habría mostrado un comportamiento similar al registrado en el segundo trimestre, como se deriva de los resultados a agosto de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* del Banco de la República (EMEE) y de la dinámica de las cifras de importaciones de bienes de capital en términos reales (Gráfico 26).

Por último, se espera que durante el tercer trimestre los rubros de comercio exterior hayan registrado un buen desempeño, según lo sugieren las cifras de exportaciones e importaciones publicadas por el DANE con información a agosto. En el primer caso, distintos choques de oferta que se presentaron durante la primera mitad del año, en especial aquellos relacionados con el sector petrolero, habrían sido superados a partir de julio. Adicionalmente, el cierre temporal de la Refinería de Cartagena supone una mayor cantidad disponible de petróleo para la exportación, incluso a pesar de la caída en producción observada durante dicho período. Además, para el caso de las exportaciones de carbón se tendría una baja base de comparación durante el mismo período de 2013, debido a distintos inconvenientes relacionados con huelgas de trabajadores del sector que se presentaron en aquel momento. Las importaciones, por su lado, seguirían mostrando un buen ritmo de crecimiento, en parte por el ya mencionado cierre temporal de la Refinería de Cartagena.

Por el lado de la oferta, la mayoría de indicadores disponibles sugiere un mejor desempeño de la actividad durante el tercer trimestre y apoya un pronóstico de crecimiento levemente mayor que el observado entre abril y junio. Estas previsiones contemplan una fuerte caída en la producción de refinados de petróleo, por las razones ya expuestas. No obstante, esto sería compensado por las noticias favorables en sectores como el comercio, la producción de café y la de carbón.

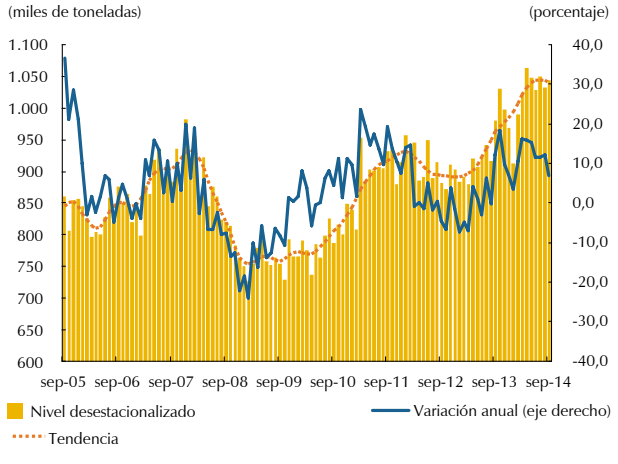
Por su parte, la construcción continuaría desempeñando un papel importante en el dinamismo de la economía colombiana durante el tercer trimestre del año. En el caso de las obras civiles, se prevé que se mantengan en niveles favorables los pagos

Gráfico 27
Obras en proceso censadas
(trimestral y crecimiento anual)



Fuente: DANE (Censo de Edificaciones).

Gráfico 28
Producción de cemento
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

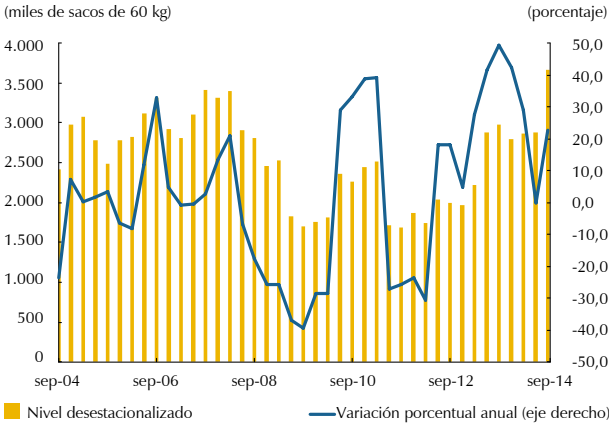
efectuados en construcción, mantenimiento, reparación y adecuación de vías interurbanas, tanto por las entidades de orden nacional, como territorial. Así, se estima que las obras civiles se expandan a una tasa de crecimiento por encima de la economía en su conjunto, pero significativamente inferior a la observada en el primer semestre del año (22,1%).

Por su parte, para las construcciones de edificaciones, se espera una aceleración frente al trimestre anterior. La proyección supone que el incremento de las obras en proceso, observado (censados) en los últimos trimestres, se refleje en capítulos constructivos[10] de mayor valor agregado (Gráfico 27). Adicionalmente, deberían mantenerse los efectos de los estímulos del Gobierno (la continuación del programa de viviendas de interés prioritario y los subsidios en tasas de interés para créditos hipotecarios). Con información a agosto, las licencias de construcción mantuvieron su dinamismo para el bimestre julio-agosto, al exhibir una expansión anual de 8,1% en promedio y un crecimiento acumulado de doce meses a agosto de 8,7%. Por otro lado, con información a septiembre, la producción y los despachos de cemento durante el tercer trimestre crecieron 10,2% y 12%, respectivamente (Gráfico 28). Ambos rubros siguen expandiéndose por encima del promedio de los últimos cinco años (6,7% y 7,9%, respectivamente), lo que confirma que el sector continuaría contribuyendo al crecimiento de la economía.

Para el sector agropecuario se espera un crecimiento superior al observado entre abril y junio, que se explica por la significativa aceleración registrada en la producción de café y el menor ritmo de caída del sacrificio de ganado. En el primer caso, de acuerdo con las cifras publicadas por la Federación Nacional de Cafeteros, la producción pasó de crecer 0,2% en el segundo trimestre a 24,0% en el tercero (Gráfico 29). Por su parte, el sacrificio de ganado se contrajo 1,4% en el bimestre julio-agosto, luego de haber caído 7,8% en el segundo trimestre. La información de sacrificio sugiere que la ganadería colombiana se encuentra en

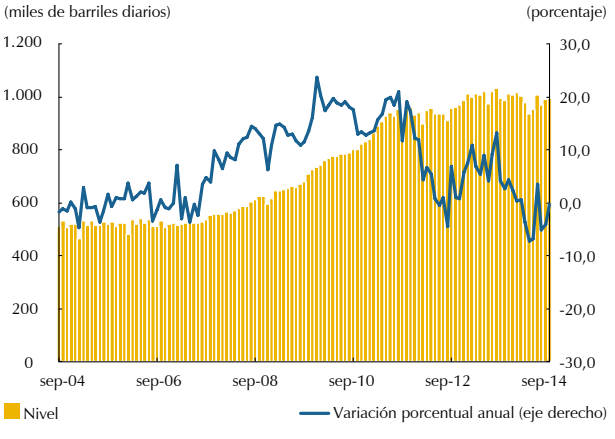
10 De acuerdo con la metodología del *Censo de edificaciones* (CEED) realizado por el DANE, el proceso de las obras se puede agrupar en seis capítulos constructivos: excavación y cimentación, estructura y cubierta, mampostería y pañetes, y acabados de nivel 1, de nivel 2 y de nivel 3. Allí, los de mayor valor agregado son los capítulos dos y cuatro. En la más reciente publicación del CEED se observó un importante crecimiento del área censada activa en el primer capítulo constructivo durante el segundo trimestre, alrededor de 11,7%. Por ello, se espera que este dinamismo se refleje en un mejor comportamiento de los capítulos dos al cuatro en los próximos trimestres.

Gráfico 29
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



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

Gráfico 30
Producción de petróleo
(nivel y crecimiento anual)



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

un período de retención, el cual habría iniciado en meses anteriores y podría prolongarse por algunos trimestres más.

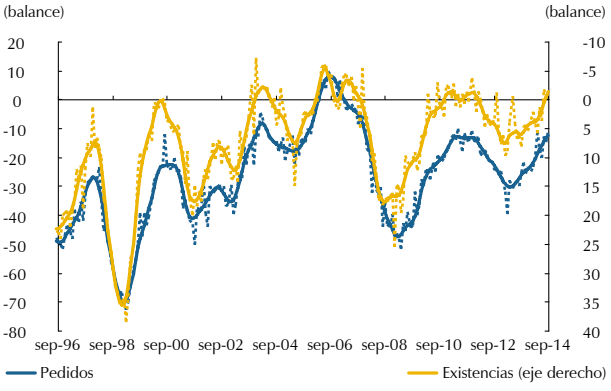
Como se mencionó, el comercio es uno de los sectores que mayor dinamismo continúa mostrando, de acuerdo con el buen desempeño de las ventas al por menor. Coherente con ello, en agosto de 2014 se destaca el incremento de 2,6% anual registrado en el empleo generado por esa rama, el cual se explica por un aumento en la contratación de personal permanente (3,9%).

En la minería el panorama es mixto: mientras que la producción de petróleo se contrajo significativamente, la de carbón reportó un comportamiento favorable. Durante el tercer trimestre la producción de petróleo se mantuvo en promedio alrededor de 984 miles de barriles diarios (mbd), lo que implicó una contracción anual de 3,1% para dicho período. Con esta cifra, el sector cayó por segunda vez consecutiva, ya que el trimestre anterior la producción había disminuido en un 3,6% (Gráfico 30). Este comportamiento está atribuido a los problemas de seguridad que afectaron la infraestructura en lo corrido del año. En lo que respecta al carbón, las cifras de los volúmenes de exportación publicadas por el DANE indican una aceleración de la actividad, de 21,0% en el segundo trimestre a 29,4% en el bimestre julio-agosto.

Por último, de acuerdo con cifras de la *Muestra mensual manufacturera* (MMM), aunque el índice de producción industrial (IPI) sin trilla de café del DANE creció 0,3% en agosto de 2014, en el bimestre abril-mayo acumuló una expansión de 1,0%. Cabe señalar que, aunque de carácter transitorio, uno de los choques de oferta, que en la actualidad está sufriendo el sector es el cierre de la Refinería de Cartagena. Al excluir del índice el ítem relacionado con dicha subrama, se observó una expansión anual alrededor de 1,1% para el mes de agosto y de 2,3% para el bimestre julio-agosto (véase Recuadro 2, p. 50).

También es importante resaltar que el sector continúa mostrando una gran heterogeneidad en los resultados con información a agosto: mientras que subsectores como vehículos automotores (19,7%), sustancias químicas (6,4%), bebidas (5,4%), molinería y almidones (4,8%), minerales no metálicos (3,4%), productos lácteos (7,5%), confecciones (7,1%) y otros tipos de transporte (10,4%) crecieron de manera importante, otros como la refinación del petróleo (-16,9%), otros productos alimenticios (-6,8%), papel, cartón y sus productos (-7,1%),

Gráfico 31
Indicadores de pedidos y existencias de la industria de Fedesarrollo[a/]



Nota: el eje derecho, asociado con la variable de existencias, se muestra de forma inversa.
a/ Las líneas punteadas y continuas corresponden a las series desestacionalizadas y a los componentes tendenciales de los pedidos y las existencias.
Fuente: *Encuesta de opinión empresarial* de Fedesarrollo; cálculos Banco de la República.

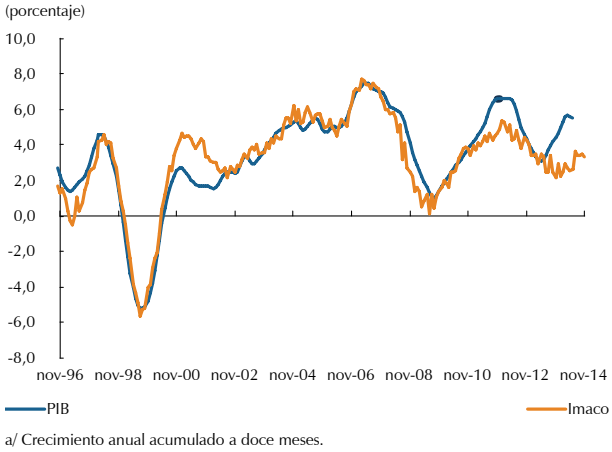
hilatura, tejedura (-19,1%), y actividades de edición e impresión (-12,9%) cayeron significativamente.

De acuerdo con la ANDI, con información a agosto, los empresarios han percibido un aumento de la competencia de productos importados a lo largo del año en el mercado interno, pero con mejorías en la demanda de sus productos. Asimismo, con información de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo a septiembre, los indicadores de pedidos y de existencias de la industria mejoraron frente al segundo trimestre (Gráfico 31). Algo similar ocurre con las expectativas a tres meses. Los componentes tendenciales de estas series sugieren que la industria continuaría su proceso de recuperación, aunque de manera lenta.

Todo lo anterior permite prever que el crecimiento del PIB colombiano en el tercer trimestre de 2014 se ubicaría entre 4,0% y 5,2%, con un escenario más probable alrededor del punto medio del intervalo. Por ramas de actividad, las más dinámicas continuarían siendo la construcción, los servicios sociales, comunales y personales, los servicios financieros y el comercio. El rango de pronóstico contempla una incertidumbre importante sobre el comportamiento final de la inversión en obras civiles y del consumo del Gobierno.

El indicador líder Imaco (Gráfico 32), calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a agosto, señala un crecimiento acumulado a doce meses por debajo de lo proyectado en la senda central. Este hecho se tuvo en cuenta para elaborar el balance de pronósticos (*fan chart*) del PIB, que se presenta en el capítulo IV de este informe. Es relevante anotar que la metodología del Imaco no contiene indicadores de sectores como la construcción y los servicios sociales, que están contribuyendo de manera importante al crecimiento, que sí están considerados en la senda del escenario central que se muestra en los *fan chart* y, por ello, el indicador podría estar subestimando la expansión del PIB de Colombia. Por su parte, el indicador de seguimiento a la economía (ISE), publicado por el DANE, revela que el promedio para el bimestre julio-agosto de la serie desestacionalizada se habría expandido ligeramente por debajo de lo registrado para el segundo trimestre. Cabe resaltar que, a pesar de su alta correlación con el PIB, este indicador no refleja exactamente su dinámica, pues está sujeto a revisiones de las series que lo componen[11].

Gráfico 32
Imaco: indicador líder a 5 meses del PIB[a/]



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

11 Las cifras del ISE con información a agosto se publicaron el 4 de noviembre de 2014, días después de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República, la cual se realizó el 31 de octubre de 2014.

Recuadro 2
NUEVA REFINERÍA DE CARTAGENA: IMPACTO EN LA PRODUCCIÓN Y BALANCE COMERCIAL DEL PAÍS

Aarón Garavito*
Celina Gaitán
Daniel Parra

Desde finales de 2013 la producción industrial de refinados del petróleo se ha reducido como resultado, principalmente, de la menor carga y producción de la Refinería de Cartagena, S. A. (Reficar). Según los informes trimestrales de Ecopetrol, la disminución del factor de utilización de Reficar entre septiembre de 2013 y febrero de 2014, y su posterior apagado total desde marzo, obedecieron, principalmente, a la necesidad de preparar la entrada del nuevo complejo industrial[1].

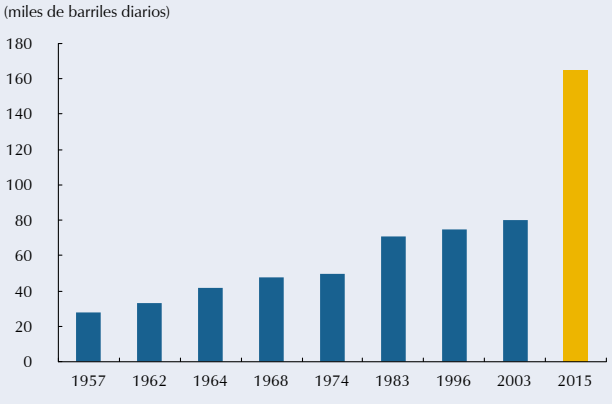
Lo anterior ha tenido efectos sobre el producto interno bruto (PIB) y la balanza comercial del país. En particular, entre abril y junio de 2014 el PIB industrial de productos refinados del petróleo cayó 12% anual, contribuyendo en 1,5 puntos porcentuales (pp) a la contracción de la industria, y restando 0,2 pp al crecimiento del PIB[2] del segundo trimestre. Los anuncios de prensa sobre la nueva refinería sugieren que entraría en operación comercial en 2015. Por tanto, dichos efectos continuarían en lo que resta de 2014 y se extenderían hasta su fecha de apertura el siguiente año.

Se espera que con la puesta en marcha de la nueva refinería los efectos de su cierre temporal sobre el PIB y el balance comercial se reviertan e, incluso, dados la mayor producción y valor agregado en el proceso industrial de la nueva planta, se puedan observar efectos positivos adicionales sobre los indicadores mencionados.

Ampliación y modernización de Reficar

Reficar fue construida en la década de los cincuenta por la International Petroleum Co. (Intercol) y, posteriormente, en 1974 fue adquirida en su totalidad por Ecopetrol, cuando su capacidad de refinación era de 50 mil barriles diarios (mbd)[3]. Desde entonces se han realizado diferentes modificaciones que han incrementado su capacidad de carga (Gráfico R2.1)[4]. En la actualidad se está culminando la modernización y ampliación de la nueva planta, con inversiones que ascienden a los US$6.467 m[5].

Gráfico R2.1
Capacidad de carga de la refinería de Cartagena



Fuente: cálculos de los autores con base en información de Ecopetrol y Reficar.

El nuevo proyecto permitiría duplicar la capacidad de carga de Reficar de 80 mbd a 165 mbd, procesar crudos pesados con alto contenido de azufre, aumentar la cantidad, calidad y valor de los combustibles producidos, incrementar la obtención de otros derivados y elevar la tasa de conversión[6] del 75% al 96%[7].

En particular, se destaca el incremento significativo en la producción de diésel y gasolinas de mejor calidad que cumplen con la regulación ambiental vigente en el país, la mayor pro-

---

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

1 Ecopetrol (2013-2014), informes trimestrales.

2 El ítem de la industria relacionado con los productos de refinación de petróleo tiene una participación de 12,4% en el PIB industrial y de 1,4% en el PIB total.

3 Vásquez, H. (1994). "La historia del petróleo en Colombia", *Revista Universidad Eafit*, No 93 (enero-marzo de 1994), pp. 99-109.

4 Ecopetrol (2002). "El gran salto de la refinación", *Carta Petrolera*, núm. 99, pp. 17-21, Ecopetrol.

5 Comunicado de Reficar del 24 de febrero de 2014; consúltese en: http://www.reficar.com.co/images/PDF/informacion-actualizada-proyecto-marzo-de-2014.pdf

6 Hace referencia a la capacidad de la refinería de obtener una mayor proporción de productos livianos y de alto valor.

7 Ecopetrol (2010). "Entrevista con el presidente de Reficar, Orlando Cabrales", *Carta Petrolera*, núm. 121, Ecopetrol.

ducción de propileno como insumo para la industria nacional y la eliminación del *fuel oil*, el cual es un combustóleo con menor valor de mercado que el petróleo utilizado en su producción. Lo anterior se verá reflejado en un incremento del margen de refinación y rentabilidad de Reficar[8].

Efectos sobre el producto interno bruto

Para estimar los efectos del cierre y posterior apertura de la nueva refinería, se plantean dos escenarios para el inicio de operación comercial de la nueva planta, con base en las noticias publicadas sobre el tema. En el primero, Reficar comenzaría la producción de forma gradual a comienzos del segundo trimestre de 2015; el segundo contempla que también de forma gradual lo haría desde principios del cuarto trimestre. En ambos escenarios Reficar estaría cerrada durante lo que queda de 2014.

Dado lo anterior, se estima que para 2014 el PIB industrial de productos de refinación de petróleo[9] presentaría una contracción de alrededor del 14%, lo que representa una contribución negativa al crecimiento del PIB de la industria, cercana a 1,7 pp, y para el PIB de todo el año, de 0,2 pp.

Es importante mencionar que esta estimación tiene en cuenta el incremento de la producción de la refinería de Barrancabermeja, el cual compensa parcialmente el efecto del cierre de Reficar sobre el PIB en 2014. Adicionalmente, en la interpretación de la magnitud de la disminución, se debe tener en cuenta que Reficar no operó a su máximo potencial durante todo 2013[10], por tanto, el efecto de su cierre en 2014 es menor al que se hubiera observado si la planta hubiera utilizado el total de su capacidad instalada durante el año pasado.

En cuanto al efecto de la apertura de Reficar, se obtuvieron los siguientes resultados. En el primer escenario la subrama de productos de refinación de petróleo se expandiría un 38,2% en 2015 y un 15,1% en 2016. Esto implicaría una contribución al crecimiento del PIB de la industria de 4,7 pp y de 1,9 pp, para todo 2015 y 2016, respectivamente. Asimismo, en términos del PIB total esto representa 0,5 pp y 0,2 pp adicionales al crecimiento agregado de cada uno de esos años.

En el segundo escenario, la subrama de productos de refinación de petróleo, se expandiría a un 6,7% en 2015 y a un 49% en 2016. De esta forma, se estima un impacto de 0,8 pp y 6,1 pp en el PIB de la industria para 2015 y 2016, lo que constituye 0,1 pp y 0,7 pp para la economía en todo su conjunto, respectivamente.

Es importante mencionar que estos cálculos no incluyen el efecto del mayor valor agregado de la refinería gracias a la mejor calidad de los bienes producidos. Tampoco se tiene en cuenta el impacto en el crecimiento sobre otros sectores, dados los encadenamientos productivos que podrían registrase en el mediano plazo, por cuanto se esperaría una mayor producción de derivados usados como insumos por la industria nacional.

Efectos en el comercio exterior

El cierre de Reficar implica un deterioro de la balanza comercial para 2014 con respecto al año anterior, como resultado de los siguientes efectos: i) reducción de las exportaciones de refinados; ii) aumento de las importaciones para reemplazar la producción de Reficar que se destinaba al mercado interno, y iii) Los dos efectos anteriores se compensan parcialmente por los mayores despachos al exterior de crudo, gracias a que se puede exportar el petróleo que no se carga como insumo en la refinería.

De esta forma, suponiendo que Reficar hubiese operado durante 2014 de igual forma a como lo hizo en 2013, la balanza comercial sería menos deficitaria en un rango entre 0,15% y 0,2% del PIB en 2014.

Como se mencionó, en volúmenes la nueva Reficar duplicaría su producción, pero el valor agregado de los productos obtenidos es mayor debido a que se obtienen derivados de mejor calidad. Teniendo en cuenta estas consideraciones, una vez abierta la nueva planta se espera un impacto positivo en la balanza comercial, debido al aumento esperado de las exportaciones, una posible reducción de las importaciones o una combinación de ambos efectos.

Las estimaciones realizadas sugieren que durante los primeros doce meses después de que la planta esté operando al máximo de su capacidad, se observaría un choque positivo en el balance comercial en un rango entre 0,3% y 0,4% del PIB. Esta estimación podría variar por cambios en los supuestos del ejercicio, tales como los precios del crudo y sus derivados, niveles de producción, entre otros.

---

8 Reficar página web: http://www.reficar.com.co/index.php/proyectos-de-expansion/objetivos.html

9 En 2013 se registró una carga a las refinerías del país de 280 mbd, de la cual el 76,4% tuvo como destino la refinería de Barrancabermeja y 23,6%, la de Cartagena. Para el ejercicio, se supone que la carga para la refinería de Barrancabermeja se mantiene en los mismos niveles observados en el segundo trimestre de 2014.

10 Según los informes trimestrales de Ecopetrol, a partir del 30 de agosto de 2013 las unidades de craqueo (cracking) y viscorreductora se encuentran fuera de servicio para facilitar la entrada en operación de la nueva refinería.

III. Desarrollos recientes de la inflación

La inflación anual al consumidor aumentó en el tercer trimestre, acercándose al punto medio del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República, tal y como se preveía en el informe anterior.

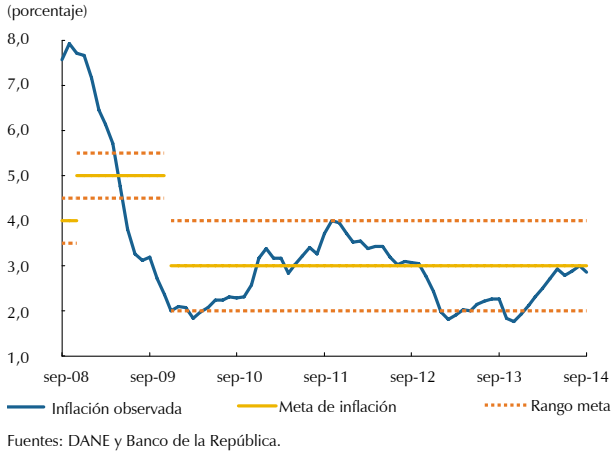
Las presiones alcistas se concentraron en los grupos de regulados y alimentos. La inflación básica se redujo un poco, manteniéndose por debajo del 3%.

A pesar del buen dinamismo del consumo, del crédito y de las ventas, durante el tercer trimestre no se percibieron presiones de demanda importantes en el IPC.

La depreciación del peso con respecto al dólar registrada desde finales de julio pasado aún no se ha comenzado a transmitir a los precios internos.

La inflación anual al consumidor (2,86%) cerró el tercer trimestre del año 2014 levemente por encima de la inflación de junio (2,79%). El nivel alcanzado por la inflación anual estuvo por encima de lo esperado por el mercado hace tres y seis meses, pero coincide con el pronóstico realizado por el equipo técnico del Banco de la República en el *Informe sobre Inflación* de junio. Por su parte, la inflación acumulada en los primeros nueve meses del año ascendió a 3,08%, superior al 2,16% registrado para el mismo lapso en 2013.

Gráfico 33
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Con respecto a diciembre pasado (1,94%), la inflación al consumidor ha mostrado una tendencia creciente (Gráfico 33 y Cuadro 6). Como se explicó en los informes anteriores, esta aceleración era esperada y se puede atribuir a una baja base de comparación estadística, producto de eventos que durante 2013 hicieron reducir de manera transitoria y considerable el ajuste de precios al consumidor, en particular de los alimentos y los regulados. Dentro de estos se pueden señalar las reducciones, en varias ciudades, de algunas tarifas de servicios públicos y transporte y la disminución de

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

Descripción	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Jul-14	Ago-14	Sep-14
Total	**1,94**	**2,51**	**2,79**	**2,89**	**3,02**	**2,86**
Sin alimentos	**2,36**	**2,62**	**2,66**	**2,75**	**2,84**	**2,70**
Transables	1,40	1,65	1,94	1,60	1,57	1,59
No transables	3,76	3,55	3,45	3,17	3,29	3,26
Regulados	1,05	2,21	2,14	3,60	3,83	3,25
Alimentos	**0,86**	**2,23**	**3,11**	**3,26**	**3,47**	**3,25**
Perecederos	(0,16)	3,17	8,92	9,18	8,91	7,61
Procesados	(0,24)	0,92	1,44	1,66	2,09	2,14
Comidas fuera del hogar	3,26	4,13	3,52	3,45	3,47	3,23
Indicadores de inflación básica						
Sin alimentos	2,36	2,62	2,66	2,75	2,84	2,70
Núcleo 20	2,72	2,86	3,04	2,73	2,98	2,89
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	2,19	2,53	2,53	2,33	2,42	2,39
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,81	2,51	2,56	2,55
Promedio de todos los indicadores	**2,51**	**2,69**	**2,76**	**2,58**	**2,70**	**2,63**

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

impuestos indirectos sobre algunos bienes de la canasta familiar, en especial combustibles, materias primas, vehículos y algunos alimentos. A lo anterior se sumó una abundante oferta de alimentos perecederos, gracias a un buen régimen climático, lo que permitió una tendencia descendente en sus precios relativos durante varios meses del año 2013. Estos eventos condujeron a ajustes inusualmente bajos en varios precios a lo largo de ese año, incluyendo el cuarto trimestre.

En contraste, durante 2014 no se presentaron disminuciones de precios ni por rebaja de impuestos ni por caídas en las tarifas de servicios públicos ni combustibles, lo que ha llevado a que los ajustes se normalicen, siendo más compatibles con la meta de inflación de la JDBR. Además, entre el segundo y tercer trimestres se habría iniciado una fase de retención ganadera, que conlleva alzas en los precios de la carne y sus sustitutos por encima de lo normal. También, a finales de 2012 se presentaron aumentos en los precios de la energía en la Bolsa, que han empezado a trasladarse a los precios al consumidor. Los incrementos más recientes en este indicador, que se presentaron hacia el segundo trimestre del presente año, debido al aumento en la probabilidad de que se presentara un fenómeno de El Niño, fueron de corta duración debido a que este riesgo disminuyó considerablemente.

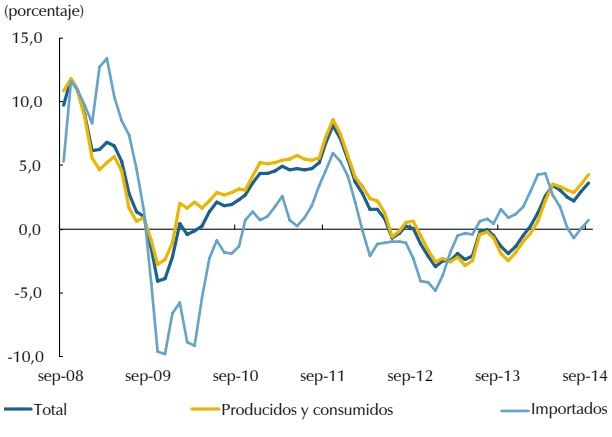
Las presiones sobre los precios provenientes de la demanda han continuado siendo escasas

En ese entorno, las presiones sobre los precios provenientes de la demanda han continuado siendo escasas, pese al buen ritmo de crecimiento que exhibe la economía. Esto, gracias a que la brecha del producto ha permanecido cerca de cero, como se muestra en el siguiente capítulo.

Por otro lado, aunque el tipo de cambio ha mostrado una tendencia a la depreciación desde mediados de año, esta situación no se ha transmitido aún a los precios al consumidor. Hay que tener en cuenta que dicho efecto ocurre usualmente con un rezago de, al menos, un trimestre. Así mismo, es posible que en el caso de alimentos y regulados, la transmisión haya sido amortiguada por las reducciones que se han observado en los precios internacionales de combustibles y alimentos importados.

La depreciación, sin embargo, sí estaría impulsando los costos no laborales, donde la transmisión tiende a ser más rápida. Precisamente, la inflación anual del IPP, que es una *proxy* de dichos costos, a partir de agosto retomó la tendencia ascendente que venía mostrando durante los primeros cuatro meses del año 2014. De esta manera, el ajuste anual del IPP pasó de -0,5% en diciembre del año pasado a 3,4% en abril, cayó transitoriamente a 2,3% en julio y volvió a subir hasta 3,7% en septiembre (Gráfico 34). El segmento de importados del IPP incorporó en su dinámica la subida del precio del dólar desde finales de julio, pasando su variación anual de 0,0% en junio a 0,7% en septiembre. Conviene señalar que un porcentaje importante de los pecios de esta subcanasta se fija directamente en dólares.

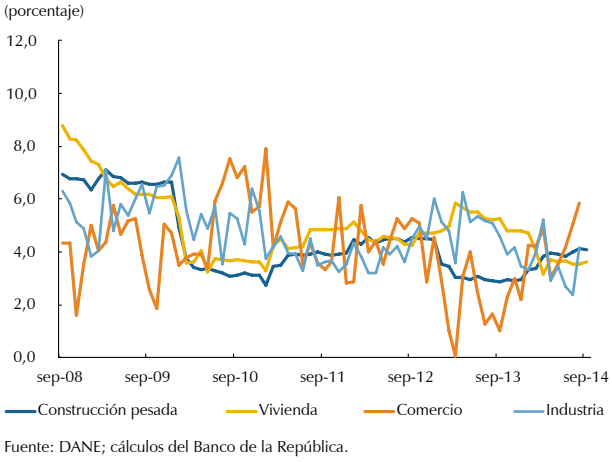
Gráfico 34
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

A pesar de lo anterior, en los últimos meses la aceleración de los ajustes anuales en el IPP ha sido mayor en el componente local que en el importado. La variación anual de los precios de los bienes producidos y consumidos localmente se aceleró 3,0% en junio a 4,3% en septiembre, impulsados por el repunte de los productos de origen agropecuario (café, caña de azúcar y algunas hortalizas, entre otros), grupo que creció 14,2% en septiembre frente al 6,9% de junio.

Gráfico 35
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



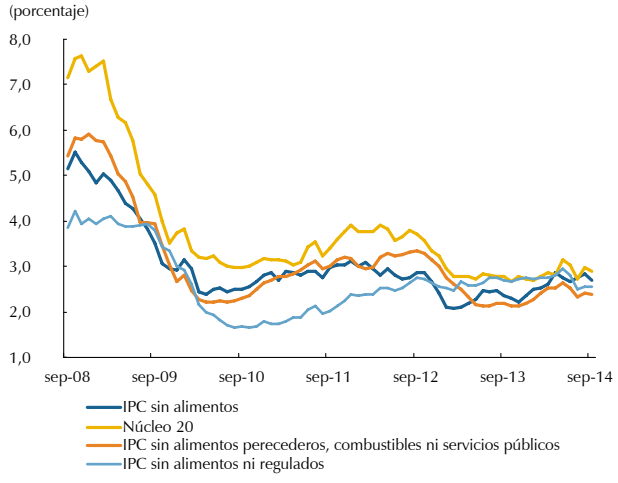
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a los costos laborales, estos se aceleraron un poco en el tercer trimestre en los sectores del comercio y de la industria. En ambos casos, en agosto, último mes para el cual hay información, los ajustes salariales se situaban en torno al 5,0%; mientras que los de la construcción continuaron mostrando aumentos cercanos al 4,0% en septiembre (Gráfico 35). Dichos ajustes aún no representan un riesgo importante para el incumplimiento de la meta del Banco, más aún cuando este año se redujeron los cargos a la nómina por menores aportes patronales en salud. Sin embargo, para el próximo año, de mantenerse la caída en la tasa de desempleo, se podrían afrontar presiones inflacionarias importantes por un eventual encarecimiento de la mano de obra.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

La inflación básica, aproximada como el promedio de los cuatro indicadores que monitorea regularmente el Banco de la República, se situó en septiembre en 2,63%, cayendo 13 pb con respecto al dato de junio. Todos los indicadores de inflación básica cerraron el tercer trimestre con un nivel inferior al punto medio del rango meta de inflación (2%-4%). El núcleo 20 (con 2,9%) presentó el nivel más alto, mientras el más bajo correspondió al IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos (2,4%). Por su parte, el IPC sin alimentos ni regulados fue el que más cayó entre junio (2,8%) y septiembre (2,6%), siendo el IPC sin alimentos (2,7%) el único que amentó en este período (Gráfico 36, Cuadro 6).

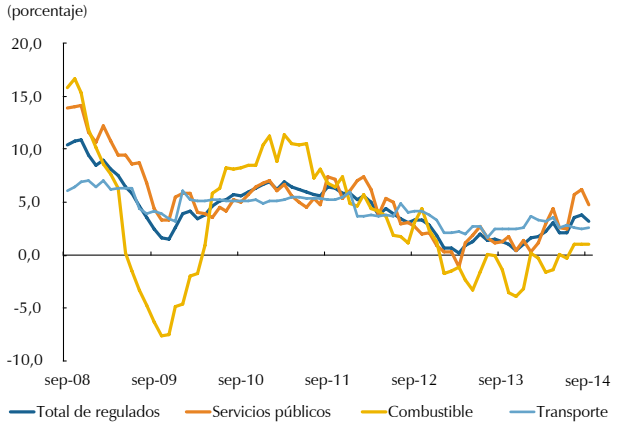
Gráfico 36
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Al analizar el IPC sin alimentos, se concluye que durante el tercer trimestre las presiones inflacionarias se concentraron en el segmento de los regulados. Por el contrario, los grupos de transables y el de no transables sin alimentos ni regulados ejercieron presiones a la baja en estos tres meses.

Gráfico 37
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



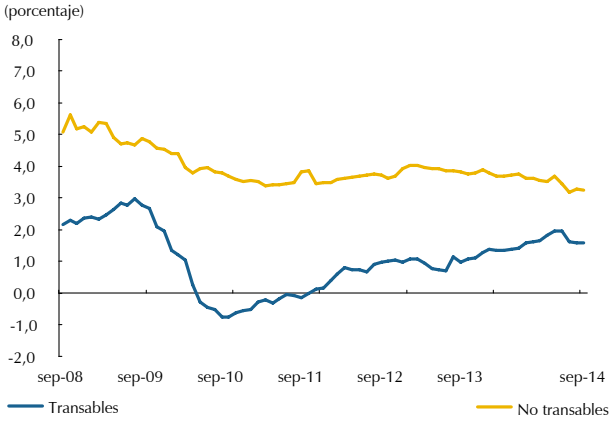
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Después de un descenso en el segundo trimestre, la variación anual de regulados se aceleró de 2,1% en junio a 3,3% en septiembre (Gráfico 37). Este repunte se concentró en las tarifas de servicios públicos, y en menor magnitud, en los combustibles. La variación anual del IPC de los servicios públicos se aceleró de 2,5% en junio a 6,3% en agosto, descendiendo parcialmente en septiembre a 4,8%. El comportamiento alcista está asociado con los aumentos registrados en las tarifas de energía eléctrica en las ciudades de Bogotá y Medellín, principalmente (a 5,5% en ambos casos).

En el caso de los combustibles, la depreciación del tipo de cambio de 10% entre julio y septiembre se tradujo en aumentos en los precios internos, pese a la caída del precio internacional del petróleo (que entre junio, su nivel más alto, y septiembre fue de 18%). Así, la variación anual en septiembre se situó en terreno positivo (1,0%), luego de las caídas que se observaron en trimestres anteriores (en junio una de -0,3%). A esto también contribuyó la baja base de comparación debido a la reducción de los impuestos indirectos sobre los combustibles, cercana a los $200 por galón, efectuada en 2013 con la puesta en marcha de la reforma tributaria más reciente.

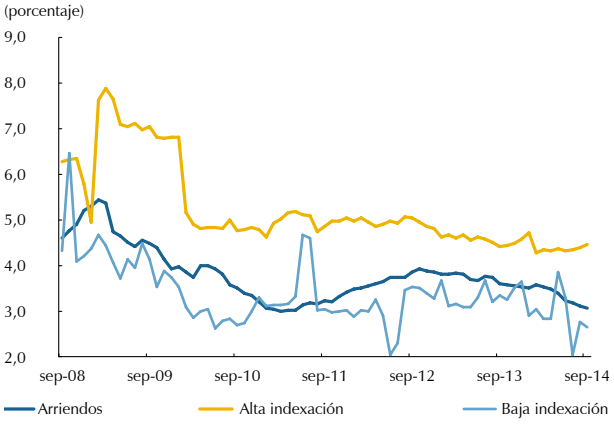
Por su parte, durante el tercer trimestre el grupo de transporte regulado se vio influenciado por reducciones en el precio del transporte intermunicipal. Sin

Gráfico 38
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
IPC de no transables
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

embargo, se espera que para octubre e incluso noviembre de este año la variación anual de este grupo se acelere por el reciente ajuste en las tarifas de taxis (a principios de octubre) y en los pasajes del transporte masivo y del Sistema Integrado de Transporte Público (a finales de octubre) en Bogotá.

Contrario a lo observado en los regulados, la variación anual de los no transables sin alimentos ni regulados se redujo durante el tercer trimestre de 2014, desde 3,5% en junio a 3,3% en septiembre (Gráfico 38). Los grandes componentes de los no transables presentaron comportamientos mixtos. Mientras que el grupo de alta indexación (4,5%) no presentó cambios de importancia durante el tercer trimestre, los de baja indexación (constituido en su mayor parte por servicios diferentes a arriendos) redujeron su crecimiento anual desde 3,3% en junio a 2,7% en septiembre (Gráfico 39). De igual manera, la variación anual del rubro con la mayor ponderación de la canasta familiar, los arriendos, registró un descenso en el tercer trimestre de 14 pb, terminando septiembre en 3,1%. Cabe anotar que este último rubro viene mostrando una tendencia descendente en los ritmos de ajuste anual desde hace más de un año. Esta tendencia, que se aprecia en buena parte de las ciudades medidas por el DANE, coincide recientemente, en el caso de Bogotá, con un aumento en el tiempo para arrendar inmuebles residenciales en los estratos medios, principalmente, de acuerdo con un reciente estudio de la Galería Inmobiliaria.

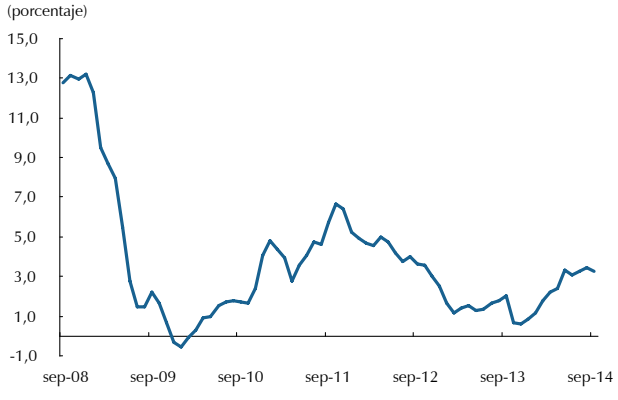
La tendencia descendente que se aprecia en los no transables desde hace cerca de dos años, junto con su convergencia paulatina hacia el 3,0%, la meta puntual de la JDBR, refleja presiones moderadas de demanda. Es, además, coherente con las estimaciones de brecha del producto que se muestran en el capítulo cuarto de este informe.

La variación anual de transables sin alimentos ni regulados también contribuyó a desacelerar la inflación al consumidor en el tercer trimestre, al caer desde 1,9% en junio a 1,6% en septiembre. Los precios de vehículos, celulares, electrodomésticos y aparatos electrónicos continuaron cayendo, recogiendo, probablemente en parte y con rezago, los efectos de la apreciación del peso del segundo trimestre del año. Sin embargo, otros precios, como los de pasajes aéreos, artículos para el aseo del hogar y personal, y baterías, entre otros, aumentaron más de lo que se venía observando en meses anteriores. La nueva tendencia hacia la depreciación del peso desde finales de julio, de llegarse a sostener, debería generar nuevas alzas en esta subcanasta en lo que resta del año.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

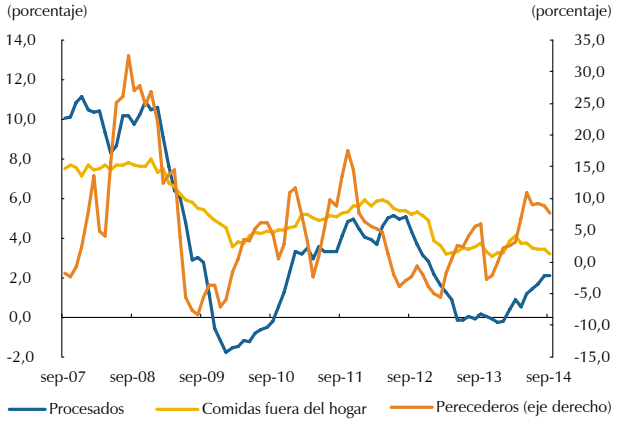
La inflación anual de alimentos presentó una tendencia positiva leve durante el tercer trimestre, al pasar de 3,1% en junio a 3,3% en septiembre (Gráfico 40). Como se señaló en el anterior informe, durante el año pasado se presentaron varios eventos que favorecieron una baja inflación de alimentos. Se observaron condiciones meteorológicas ideales con aumento en la oferta agropecuaria, los precios internacionales de los alimentos tendieron a caer o permanecieron en niveles históricamente bajos y se disminuyó el impuesto al valor agregado (IVA) cobrado a algunos insumos agropecuarios, a varios alimentos y a las comidas fuera del hogar, entre otros bienes.

Gráfico 40
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 41
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Estos eventos favorables sobre los precios no se han repetido en el presente año. Además, desde el primer semestre surgieron algunas presiones alcistas por la aparente entrada de la ganadería colombiana a una etapa de retención, según lo informa el gremio (Fedegán). A esto se suma la depreciación del peso, la cual ha contrarrestado parcialmente los bajos precios internacionales de los productos agropecuarios importados por el país, algo que no sucedió en 2013, sobre todo en el primer semestre. No obstante, hay que advertir que los ajustes en productos como cereales y aceites han seguido siendo muy bajos

Durante el tercer trimestre, el segmento de los alimentos procesados (que incluye carne de res y sus sustitutos cercanos) ejerció una presión alcista sobre la cesta de consumo, creciendo 2,1% en septiembre frente al 1,4% de junio (Gráfico 41)**.** Los precios de los alimentos perecederos, por su parte, redujeron su ritmo de ajuste anual de 8,9% en junio a 7,6% en septiembre, favorecidos, principalmente, por una caída durante el tercer trimestre en el precio de la papa, cercana al 17,0%. Otros productos perecederos aumentaron de precios, aunque la normalización de las lluvias en el tercer trimestre puede haber contribuido a limitar estas alzas. Finalmente, se observó una desaceleración de la variación anual del IPC de las comidas fuera del hogar de 3,5% en junio a 3,2% en septiembre, lo cual podría estar relacionado con los ajustes todavía moderados en los precios de los alimentos y con bajas presiones de demanda.

IV. Pronósticos de mediano plazo

La economía colombiana crecería en 2014 a una tasa alrededor del 5% gracias a una demanda interna que se expandiría a un buen ritmo. Para 2015 se espera un menor crecimiento.

Los riesgos a la baja sobre el crecimiento se incrementaron debido al deterioro en el desempeño económico de varios de nuestros socios comerciales y a la caída de los términos de intercambio del país.

El pronóstico de inflación anual al consumidor aumentó en esta ocasión con respecto a lo presentado en el informe de junio. Para fin de año la inflación se situaría en la mitad superior del rango meta.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

El pronóstico de crecimiento económico para 2014 que se presenta es similar al publicado en el anterior *Informe sobre Inflación,* pero la proyección para 2015 se redujo un poco y sigue implicando una desaceleración comparada con la expansión esperada para el año en curso. Además, en el actual informe los riesgos a la baja que pesan sobre el crecimiento de mediano plazo se incrementaron de manera importante, debido el deterioro que se ha observado en los últimos meses en el desempeño económico de varios de nuestros socios comerciales, sumado a la caída de los términos de intercambio del país.

Dado que el dato de expansión del PIB del segundo trimestre se ubicó en el punto medio del anterior rango de pronóstico, y que la dinámica de rubros importantes como la inversión en obras y el consumo final del Gobierno ha sido similar a la esperada, el equipo técnico del Banco de la República no consideró necesario revisar la tasa de crecimiento para todo 2014. Así las cosas, las estimaciones de la dinámica de la economía colombiana para este año todavía sugieren que el PIB

El desempeño de los socios comerciales, las condiciones de liquidez internacional y los precios internacionales de los bienes básicos de exportación determinarán la dinámica del PIB.

se expandiría a una tasa anual ligeramente mayor que la observada en todo 2013 (que fue del 4,7%).

Por su parte, para lo que resta de 2014 pero sobre todo para el próximo año, la dinámica del PIB dependerá, en gran medida, del desempeño de nuestros principales socios comerciales, de las condiciones de liquidez internacional, y de los precios internacionales de los bienes básicos de exportación, en especial, el petróleo y carbón. El crecimiento del próximo año sería menor que el previsto para 2014, lo que es consistente con una cuenta corriente ligeramente menor que la estimada para al año actual, como se mostró en el capítulo I de este informe.

Por otro lado, la proyección central de crecimiento para 2015 en Colombia supone que la recuperación de la economía estadounidense, que se viene registrando durante la segunda mitad del año, se prolongue durante 2015, y que la zona del euro también muestre mejores resultados que los de años anteriores. Así mismo, se contempla una mejoría en el desempeño de varias de las más importantes economías latinoamericanas, luego de los muy pobres resultados que se anticipan para 2014. De esta manera, para el próximo año el crecimiento del conjunto de socios comerciales del país deberá mostrar una recuperación, la cual seguirá siendo mediocre, comparada con las tasas que se observaron en el pasado. A pesar de ello, esto contribuiría a un aumento de las exportaciones del país.

Con respecto a las condiciones de liquidez internacional, se espera que la Fed empiece a subir lentamente su tasa de interés a comienzos del segundo semestre de 2015. El pronóstico central supone que las acciones tendientes a normalizar la política monetaria en los Estados Unidos no conllevarán cambios abruptos y sustanciales en los flujos de capitales que llegan al país. Así, los ingresos por concepto de IED en 2015 solo serían ligeramente menores que los que se esperan para 2014, los que, a su vez, serán muy similares a los de 2013.

En esta ocasión los pronósticos de crecimiento económico están estrechamente relacionados con las perspectivas sobre el comportamiento de los precios internacionales de las materias primas. Para lo que resta de 2014 se prevén algunas reducciones en los términos de intercambio. En cuanto a 2015 se pronostican caídas de mayor magnitud. En particular, el pronóstico central de crecimiento para 2015 contempla un precio promedio del petróleo Brent de US$95 por barril, cifra que es inferior a la prevista para el promedio de 2014 (US$102,4 por dólar). Esto explica, en parte, el ajuste hacia abajo de las proyecciones del PIB para ese año, debido a la importancia que tiene esta variable en el comportamiento del ingreso nacional, en la confianza de los agentes y en el balance del sector público. Sin embargo, dados los más bajos niveles que había alcanzado el precio internacional del crudo en octubre, son altos los riesgos a la baja que pesan sobre esta variable y sobre el crecimiento.

Para lo que resta de 2014 se prevén reducciones en los términos de intercambio. En cuanto a 2015 se pronostican caídas de mayor magnitud.

Tanto en el escenario central como en el de menor crecimiento (este último, con un precio del petróleo Brent de US$85 para 2015) se supone que las actividades

Para 2015 se prevé un crecimiento más balanceado entre los rubros que componen el PIB por el lado de la demanda, con unas exportaciones que contribuyen de manera más activa.

de exploración y extracción de crudo siguen siendo atractivas para las compañías petroleras, gracias a lo cual la IED en el sector continuaría siendo importante.

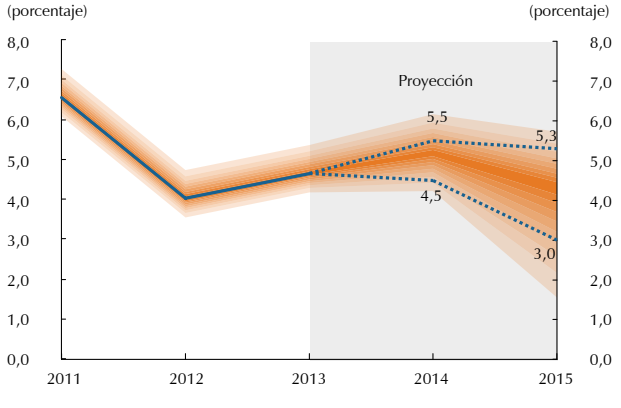
Dado todo lo anterior, la dinámica del PIB en 2014 estaría definida por el comportamiento de la demanda interna. Para 2015 se prevé un crecimiento más balanceado entre los rubros que componen el PIB por el lado de la demanda, con unas exportaciones que contribuyen sobremanera al PIB, como se explica más adelante.

En particular, para lo que resta de 2014 se supone una inversión en obras civiles y un gasto en consumo público que continuarían aportando de manera importante a la expansión de la actividad económica. En el primer caso se espera un crecimiento originado en la mayor ejecución de recursos por concepto de regalías por parte de los gobiernos locales y regionales. En el segundo, se mantiene el efecto del mayor gasto del gobierno nacional central (GNC), asociado con los compromisos adquiridos por concepto de servicios personales de los empleados de la rama judicial, así como el consumo adicional de los gobiernos regionales.

Para 2015 se espera que la contribución de la inversión en obras civiles al crecimiento siga siendo importante (aunque menor que la registrada en 2014), toda vez que se espera que la ejecución de la inversión en las obras de cuarta generación sea dinámica (véase Recuadro 3, p. 75), que se consoliden otras obras de infraestructura vial y aeroportuaria, y que se mantenga el ritmo de ejecución de los gobiernos locales y regionales. Cabe señalar que este último aspecto suele incrementarse al final de los mandatos, como sería el caso en 2015.

Para el próximo año también se prevé que el consumo final del Gobierno muestre desaceleraciones en su tasa de expansión, en parte por una alta base de comparación, pero también por un menor ingreso público por concepto de regalías, debido al menor precio internacional del petróleo. Conviene señalar que, de no cumplirse con las metas de recaudo esperadas por el GNC, la capacidad de gasto del Gobierno para 2015 también podría verse afectada de alguna manera, por lo que el sesgo en estos pronósticos es a la baja.

Gráfico 42
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Toda la incertidumbre relacionada con los supuestos de obras civiles y consumo público se ven reflejadas en la amplia dispersión del rango de pronóstico presentado en el *fan chart* de crecimiento económico, la cual es particularmente grande para 2015 (Gráfico 42).

Con respecto a los demás rubros que componen la demanda interna, los pronósticos para el consumo privado para lo que resta de 2014 no son muy distintos de aquellos presentados en la versión anterior de este informe. El financiamiento a los hogares seguirá siendo relativamente barato, y el crédito de consumo seguirá expandiéndose a un ritmo importante. Para el próximo año se prevé una desaceleración en el crecimiento de

En 2015 la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal encarecería la inversión en maquinaria y equipo de transporte, rubro con alto componente importado.

dicha cartera, lo que, en consecuencia, moderaría el dinamismo del consumo privado. Adicionalmente, cabe señalar que en 2015 este agregado podría verse afectado por un tipo de cambio más depreciado y un nivel de términos de intercambio más bajo, como se mencionó. A pesar de todo lo anterior, las constantes mejoras de los indicadores de mercado laboral, junto con una confianza y expectativas de los consumidores que se mantiene por encima de su promedio histórico, deberán sostener el crecimiento del consumo de los hogares durante 2015, a un ritmo todavía favorable y cercano a su promedio para la última década.

En cuanto al renglón de la formación bruta de capital, se espera que para lo que resta de 2014 se prolongue el dinamismo reciente de la inversión en maquinaria y en equipo de transporte. Los distintos planes de renovación de la flota de algunas compañías de transporte aéreo habrían favorecido la expansión de la inversión en el segundo de estos rubros. Por otro lado, el dinamismo de sectores como la construcción y la recuperación de la industria (como se explica a continuación) estarían contribuyendo al aumento del gasto en maquinaria y equipo. Adicionalmente, a pesar de su poco peso dentro del PIB, el ciclo de retención ganadera y la renovación de cultivos de café estarían ayudando a que la inversión agropecuaria crezca a tasas importantes durante este año. En 2015 la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal encarecería la inversión en dichos bienes de capital, cuyo componente importado supera con creces a la proveniente de la producción interna. Por ello, se prevé una desaceleración en la dinámica de ambos rubros.

Con respecto a la inversión en construcción de edificaciones, se prevé un buen dinamismo para lo que resta de 2014, mayor que el observado durante la primera mitad del año. El buen desempeño de este sector se origina principalmente en el impulso proveniente de los distintos programas de construcción de vivienda con fines sociales que viene adelantando el gobierno nacional y los de promoción para la adquisición de vivienda por parte de la población de ingresos bajos y medios.

Para 2015 también se proyecta un buen crecimiento de este rubro, aunque menor que el de 2014. En principio, para el siguiente año faltaría por culminar entre el 25% y el 30% del proyecto de construcción de 100.000 viviendas gratuitas de interés prioritario (VIP gratuitas), algo menos que lo esperado para el año en curso. Adicionalmente, en 2015 deberían construirse alrededor de 47.000 viviendas de interés prioritario para ahorradores (VIPA), similar a las que se entregarían en el presente año. Con los otros programas anunciados por el Gobierno, como son las 100.000 unidades del programa Mi Casa Ya, y la ampliación de los programas VIP (tanto gratuitas como para ahorradores), se empezaría a impactar el PIB durante y después de 2015.

Para el próximo año se proyecta un buen crecimiento de la construcción de edificaciones, aunque menor que el de 2014.

Finalmente, las proyecciones de los rubros en materia de comercio exterior para lo que resta de del año sugieren que las exportaciones registrarían una expansión mediocre en 2014, en contraste con las importaciones, las cuales crecerían a un ritmo superior al del resto de la economía. Las primeras habrían sido afectadas por los distintos choques de oferta presentados en la infraestructura petrolera durante la primera mitad del año, además de la lenta expansión de la demanda externa

Por el lado de la oferta, los sectores de mejor desempeño para 2014 deberán ser la construcción, los servicios sociales, y los servicios financieros.

que se observa a lo largo del año. Las proyecciones para el próximo año suponen que las metas de producción de café y petróleo, presentadas por la Federación Nacional de Cafeteros (Fedecafé) y el Gobierno, se cumplirían[12], lo que, de la mano de una aceleración de la demanda externa, permitiría un mejor desempeño de las exportaciones tanto de materias primas como de productos industriales.

Por otro lado, la importante expansión de las importaciones en 2014 habría sido resultado de una demanda interna dinámica, tanto en consumo como en inversión. Así mismo, las compras externas estarían afectadas por el cierre temporal de Reficar, el cual habría obligado a aumentar sustancialmente la compra externa de derivados del petróleo. En 2015 esta situación se reversaría, en la medida en que la entrada en operación de Reficar supondría un incremento de la producción local de derivados del petróleo, lo que, en consecuencia, permitiría la reducción de las importaciones de dichos productos (Recuadro 2, p. 50).

Por el lado de la oferta, los sectores de mejor desempeño para 2014 deberán ser la construcción (por las razones ya expuestas), los servicios sociales, personales y comunales, y los servicios financieros. Tanto la minería como la industria reportarían las menores tasas de crecimiento sectorial: en el primer caso la expansión sería inferior a la observada en 2013, mientras que en el segundo se espera un crecimiento moderado luego de dos años consecutivos de contracción. Debe tenerse en cuenta que ambas ramas de actividad han enfrentado diversos choques de oferta en lo corrido del año, tales como los problemas de orden público, en el caso de la producción de petróleo, y el cierre temporal de Reficar.

Para 2015 la construcción continuaría contribuyendo de manera importante al crecimiento, como ya se mencionó. En lo que respecta a la minería y a la industria, para ese mismo año se proyectan tasas de expansión superiores a las observadas en los dos años anteriores, gracias a que se afianzarían sus procesos de recuperación y se disiparían los choques de oferta transitorios que enfrentaron durante 2014. El resto de sectores mostraría un dinamismo que permite esperar que el crecimiento del PIB se ubique alrededor de su potencial.

Para lo que resta de 2014 se prevé que continúe la recuperación de la producción de carbón, en contraste con la menor proyección de la producción promedio esperada de petróleo.

Para el sector de la minería en particular, en este informe se contempla que continúe la recuperación de la producción de carbón en lo que resta de 2014, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron su cadena de producción en 2013. En los nuevos pronósticos la producción de esta subrama crecería por encima del 10% para todo 2014[13]. Por el contrario, en este informe se redujo la proyección de la producción promedio de petróleo para el año en curso, debido a los bajos resultados observados en el tercer trimestre del año. En

12 El Gobierno proyecta una producción de petróleo de 1.029 miles de barriles diarios (mbd) para 2015, frente a 990 mbd que se espera en este informe para 2014. Con respecto a la producción de café, la Federación Nacional de Cafeteros (Fedecafé) espera para el próximo año una producción de 13,0 millones de sacos, frente a 11,9 millones contemplados para 2014 en este documento.

13 Como se mencionó en el capítulo II, con información a agosto las exportaciones de carbón en volúmenes están creciendo 22,6% en el año corrido.

Durante 2014 el cierre de Reficar generaría una disminución de la refinación de petróleo, lo que afectaría el desempeño del PIB manufacturero. Su reapertura en 2015 llevaría a una expansión significativa de la producción de refinados.

la actualidad no se contempla una producción por encima del millón de barriles diarios para el promedio de 2014. Debido a lo anterior, se estima que la minería se expandiría a una tasa inferior a la economía en su conjunto y menor a la observada en 2013 (4,9%).

Para 2015 se espera un mejor desempeño de la producción de carbón y de petróleo, porque los choques de oferta registrados en el último año son de carácter transitorio. Adicionalmente, las inversiones realizadas en la infraestructura de transporte de dichos productos deberían contribuir a una mejora en las tasas de crecimiento del sector. No obstante, se estima que su expansión anual se ubicaría por debajo de las extraordinarias tasas de dos dígitos observadas entre 2008 y 2011 (11,4% en promedio).

El pronóstico para el PIB de 2014 supone que la industria presentaría alguna recuperación, basada en los esfuerzos de inversión efectuados en años anteriores y en la diversificación de productos y de mercados de exportación. De todas maneras, algunas ramas seguirían enfrentando una dura competencia de las importaciones, de acuerdo con la percepción reportada por los empresarios en las encuestas de la ANDI. En otros casos, como la industria editorial, de impresión y conexas, es posible que continúe el retroceso, el cual obedece a cambios estructurales profundos que aquejan a este sector en el ámbito mundial. Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que el cierre, durante todo 2014, de Reficar generaría una contracción anual en la subrama de refinación de petróleo. Su participación dentro de la industria se encuentra alrededor de 12,5%, lo que limita la capacidad de crecimiento de todo el sector industrial. Sin embargo, a partir de 2015 se espera una expansión significativa de la producción de refinados, lo cual deberá generar un impacto favorable sobre el comportamiento de la industria (Recuadro 2).

Con relación a los servicios sociales, personales y comunales, se espera que el dinamismo del gasto público continúe desempeñando un papel importante dentro de las fuentes de crecimiento de 2014, en especial en los rubros asociados con la administración pública y la asistencia social y la salud. No obstante, la incertidumbre sobre los ingresos fiscales generada por la reciente caída y volatilidad del precio del petróleo hace prever que el comportamiento de este gasto se desacelere en 2015.

Por su parte, los servicios financieros continuarían contribuyendo de manera activa a la expansión de la economía colombiana, lo que se atribuye a su alta participación sectorial (19,6%) y al dinamismo que se espera que sigan mostrando las inversiones del sistema financiero y la expansión de la cartera. Para 2015 este sector también ayudaría a un comportamiento de la economía alrededor de sus niveles de largo plazo.

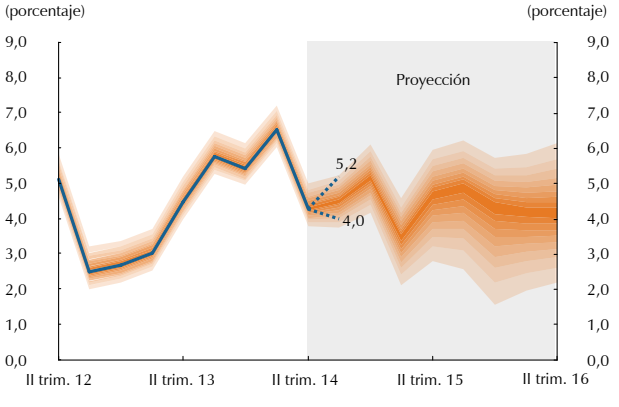
La producción de café continuaría contribuyendo al crecimiento del PIB agrícola durante lo que resta de 2014, mientras que el sacrificio de ganado contrarrestaría dicha dinámica.

Por último, para el sector agrícola se espera un comportamiento dispar para 2014 y 2015. Por una lado, la producción de café continuaría contribuyendo de manera importante al crecimiento del valor agregado sectorial durante lo que resta del presente año, mientras que el sacrificio de ganado contrarrestaría dicha dinámica. En el primer caso, de acuerdo con Fedecafé, durante estos años se alcanzaría un

pico en la producción del grano, la cual se deriva de las renovaciones en los cultivos que se hicieron entre 2008 y 2013, cuando se modernizaron más de 546.000 hectáreas (2.900 millones de árboles). Esto implicó una mejora en la productividad, ya que el 61% del área cultivada fue sembrada con variedades resistentes a la roya, la densidad de siembra se incrementó en un 10% y la edad promedio de los cafetales se redujo de 12,4 a 8,2 años. Por el contrario, existe alta incertidumbre por la duración del ciclo de retención ganadera y su impacto en el próximo año y medio, pues recientemente los patrones comerciales, en especial con Venezuela, pueden haber alterado este ciclo.

Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del producto en el escenario más probable se ubica alrededor de 5,0% para 2014, con un rango de pronóstico entre 4,5% y 5,5%. Para 2015 dicho intervalo se ubica entre 3,0% y 5,2%, con una cifra más probable alrededor de 4,3%. Con respecto al informe trimestral anterior, la amplitud del presente rango continúa siendo elevada, ya que existe una alta incertidumbre tanto interna como externa.

Gráfico 43
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

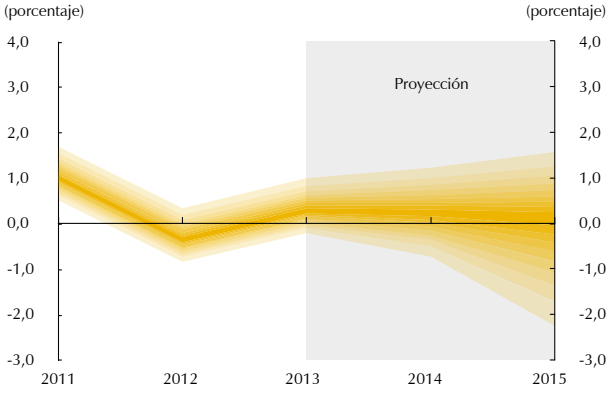
El piso y el techo del intervalo de pronóstico están relacionados con el escenario bajo y alto del contexto internacional, presentado en el capítulo I. Cabe mencionar que en esta oportunidad los sesgos están más inclinados hacia la baja frente al escenario simétrico presentado hace tres meses, como se evidencia en el balance de riesgos que se muestra en los *fan chart* de crecimiento (gráficos 42 y 43).

En el escenario más pesimista se contempla la conjunción de distintos factores que llevarían a la economía colombiana a crecer a una tasa anual cercana al 3,0%. Los principales riesgos a la baja están asociados con una menor expansión de nuestros socios comerciales, en particular de los Estados Unidos y de los países latinoamericanos; con un precio del petróleo que podría ubicarse alrededor de los US$85 por barril, y con un menor desempeño del consumo e inversión públicos. En el caso de los factores internos, podría observarse una desaceleración mayor a la prevista del consumo del Gobierno por los efectos que sobre el ingreso público y las regalías pueda tener el precio del petróleo y por el comportamiento del recaudo, que podría ser inferior a las metas inicialmente planteadas con la implementación de la reforma tributaria más reciente. En cuanto a los factores externos, los socios comerciales de Colombia en la región podrían desacelerarse más de lo esperado si sus términos de intercambio se siguen deteriorando, lo que afectaría el volumen de las exportaciones. Adicionalmente, en un entorno de mayor incertidumbre que la contemplada en el escenario central, la confianza de los hogares y empresas se vería impactada de manera significativa.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, en este informe se revisaron las estimaciones de brecha del producto para el escenario central de pronóstico. El nuevo ejercicio

sugiere que la brecha se habría mantenido cerca de cero en promedio durante 2013 y que seguiría cerca de ese valor en 2014 y 2015. Para estos dos últimos años los modelos muestran números ligeramente menores que los obtenidos en el informe de junio, de acuerdo con la senda de crecimiento proyectada.

Gráfico 44
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Como siempre, debe considerarse la elevada incertidumbre asociada con esta estimación. Así, de acuerdo con el balance de riesgos que se muestra en los gráficos 43 y 44, en 2014 la brecha se habría ubicado entre -0,7% y 1,2%, con una probabilidad alta. Este balance tiene un mayor sesgo a la baja que el presentado hace un trimestre. Para 2015 el sesgo a la baja es ahora mayor que el presentado en el informe de junio, situando la brecha en el intervalo de -2,2 a 1,6% (Gráfico 44).

Por su parte, los modelos del Banco de la República sugieren que en 2013 la tasa de desempleo habría estado muy cerca de su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés), por lo que las presiones inflacionarias sobre los salarios se han mantenido bajas. A ello se suma la reducción en el costo laboral contemplado en la reforma tributaria de 2013. Sin embargo, se debe tener en cuenta que el impacto de esta medida es de una sola vez, lo cual implica que hacia 2015 los ajustes en costos salariales podrían ser mayores que en los dos años anteriores, una vez se disipe su efecto, y en tanto el desempleo siga cayendo.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

Los modelos del Banco anticipan un aumento transitorio de la inflación para finales de 2014 y comienzos de 2015.

Los cambios en el entorno externo que enfrenta el país y unos choques de oferta más fuertes que los contemplados con anterioridad condujeron a un aumento en los pronósticos de inflación a mediano plazo frente a lo obtenido en el *Informe sobre Inflación* de junio. El Modelo de Mecanismos de Trasmisión del Banco (MMT) apunta a un incremento de la inflación anual en los próximos meses, que sería un poco más fuerte que el que se previó hace tres meses, con una cifra que se mantendría por encima del punto medio del rango meta durante buena parte de 2015 pero que convergería hacia ella entre el tercero y cuarto trimestres. Algo similar sucedió con la senda central de pronóstico del modelo de equilibrio general dinámico estocástico (denominado Patacon), aunque en este caso la convergencia es más lenta y no ocurre plenamente en el horizonte de pronóstico que se muestra en este documento.

Como se ha señalado en secciones anteriores, los cambios en el contexto internacional han girado en torno a dos variables fundamentales para la inflación en Colombia. En primer lugar, al precio del petróleo, el cual ha descendido de manera

La depreciación de los últimos meses explica en parte el aumento de la senda central de pronóstico de la inflación.

importante desde junio hacia niveles sustancialmente menores que los previstos en informes pasados. A esto se sumaron, en meses previos, disminuciones en los precios de otras materias primas, incluyendo las de origen agrícola importadas por Colombia. En segundo lugar, a una desaceleración importante en varios de los socios comerciales de la región, afectados por la caídas en sus términos de intercambio. Esto llevó a una reducción en sus perspectivas de crecimiento para lo que resta de 2014 y para todo 2015, la cual también se hace extensiva a varias economías avanzadas, con la notable excepción de los Estados Unidos.

Los efectos de estos cambios sobre la inflación son complejos y no van en una misma dirección, por cuanto el deterioro en las condiciones externas tiende a ir acompañado de una mayor percepción de riesgo sobre el país y de una depreciación del tipo de cambio, como ha sido el caso con el peso colombiano desde mediados de julio. A partir de esa fecha y hasta finales de octubre, cuando se redactaba este documento, el peso colombiano se había depreciado 10,8%. Con estas circunstancias, los ejercicios de balanza de pagos que se muestran en el capítulo I y los modelos centrales del banco anticipan una tendencia hacia la depreciación del peso más marcada que la prevista el trimestre anterior.

De esta manera, las sendas de pronóstico de inflación que se muestran son el resultado de dos fuerzas opuestas. Por un lado, el menor crecimiento de los socios comerciales, a pesar de la recuperación que se prevé para 2015, ejerce presiones bajistas sobre los precios internos vía una menor demanda por los productos exportados por el país, especialmente los de origen manufacturado que tienen un mayor encadenamiento con otros sectores de la economía. En la misma dirección actúan las reducciones en los precios internacionales de las materias primas y de los alimentos, en particular las del petróleo, las cuales tienden a disminuir los costos de producción y de transporte. Así mismo, al afectar el ingreso nacional, el balance del sector público y la confianza, aquellas disminuciones conllevan un debilitamiento de la demanda interna, frenando los ajustes de precios de un amplio conjunto de bienes y servicios.

Pero, por otro lado, la depreciación del peso acumulada en los últimos meses tenderá a transmitirse a los precios internos, compensando parte de las presiones bajistas señaladas. La magnitud de la transmisión del tipo de cambio al IPC ha sido tradicionalmente baja en Colombia; sin embargo, el resultado final depende de varios factores, como la fase del ciclo económico, el comportamiento de la inflación externa, los precios internacionales de las materias primas y de cuán permanentes sean los movimientos en la tasa de cambio[14].

En el actual informe la depreciación de los últimos meses tiene algún impacto sobre la inflación en Colombia a mediano plazo, y explica, en parte, el aumento de la senda central de pronóstico, sobre todo para 2015. Ello pese a que en dicha

14 Véase el Recuadro 2 del *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2011.

Otro factor que incidió en el aumento del pronóstico de inflación es la presencia de choques de oferta en los alimentos.

senda se contemplan menores precios internacionales para el petróleo (de US$95 por barril en promedio para la referencia Brent durante 2015) y otras materias primas, y un crecimiento relativamente bajo para los mercados de exportación. No obstante, conviene advertir, como se señala más adelante, que este escenario central enfrenta todavía riesgos a la baja importantes, en vista de que en momentos en que se redactaba este informe el precio del petróleo había descendido a niveles significativamente menores a los contemplados en los modelos.

La depreciación acumulada generó un aumento en la senda de pronóstico de la canasta de transables sin alimentos ni regulados, que en esta ocasión converge más rápidamente al 3,0%. Ello también explica parte del aumento en la proyección anual de alimentos y compensa las presiones bajistas que pesan sobre los servicios regulados, evitando una revisión sustancial de sus pronósticos frente a lo que se mostró en el informe de junio.

Otro factor que incidió en el aumento de la senda central de pronóstico de la inflación es la presencia de choques de oferta en el sector de alimentos, más fuertes que los contemplados anteriormente. En particular, se afectó el IPC de alimentos por el aumento en la probabilidad de que la ganadería colombiana se encuentre en un ciclo de retención, el cual debería, durante los próximos trimestres, generar alzas mayores a las usuales en los precios de la carne de res y sus sustitutos. Algo de ello ya se había empezado a observar en el tercer trimestre. Cabe señalar que la presencia de una fase de retención ganadera había sido contemplada dentro del balance de riesgos que acompañaba el pronóstico central del informe de junio. A lo anterior se suman aumentos más altos que los esperados en los precios de varios alimentos perecederos, que apuntan a choques no identificados aún en la oferta de estos productos, y que han llevado a alzas en sus pronósticos.

Debido a lo anterior, aumentó de manera significativa la senda central de pronóstico para el IPC de alimentos, tanto para finales de 2014, como para buena parte de 2015, con valores que sitúan la variación anual de esta canasta por encima del 3,0% durante varios trimestres. Como ya se señaló, a esta revisión también contribuyó una mayor depreciación acumulada del peso, cuyo impacto podría ser mayor, de no ser porque las proyecciones para los precios internacionales de materias primas agrícolas y del petróleo han disminuido. Los choques de oferta en cuestión son de naturaleza transitoria y su efecto tenderá a diluirse a finales del próximo año, con lo cual, hacia 2016 la variación anual de alimentos convergería al 3,0%. Cabe señalar que esta proyección no contempla la presencia de un fenómeno de El Niño, algo que sigue siendo un factor de riesgo alcista, como se menciona más adelante.

Los choques sobre los alimentos son transitorios y su efecto desaparerá a finales de 2015.

Aparte de los alimentos, en este informe también se incluyó un choque alcista en el IPC de regulados por cuenta de reajustes en las tarifas de energía en Colombia por encima de la meta de inflación de largo plazo. Los aumentos obedecen a la necesidad de actualizar las tarifas al consumidor de manera acorde con los precios de la energía en la Bolsa, los cuales se incrementaron, en lo que parece ser un ajuste permanente, cerca de 200% (en promedio) desde mediados de 2012. El traspaso

al consumidor sería gradual, por lo que este choque podría estar afectando al IPC de regulados más allá de un año.

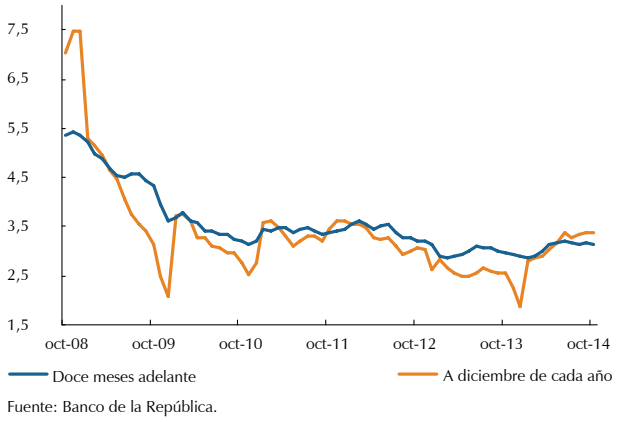
Con respecto a las presiones de demanda, la senda central de pronóstico contempla una brecha del producto algo menor para este año y para el próximo que la utilizada en la proyección de hace tres meses. Como se mencionó en la sección anterior, la brecha se encontraría alrededor de 0,3% en 2014 y se reduciría a 0,1% en promedio para 2015. Esto resulta de mantener el pronóstico central de crecimiento para 2014 en 5,0% y de reducirlo a 4,3% para el siguiente año. La revisión a la baja de los pronósticos de nuestros socios comerciales explica, en parte, estos cambios.

En este entorno, las presiones de demanda sobre los precios al consumidor para lo que resta de este año y para 2015, que ya se estimaban bajas en el informe anterior, disminuyeron aún más en este documento. Ello quedó reflejado en una reducción de la senda de pronóstico para el IPC de no transables, cuya variación anual permanecería mucho más cerca del 3,0% en los próximos cinco trimestres, aunque aún por encima de este número.

La información disponible sobre las expectativas de inflación sugiere que estas no representan un riesgo importante para el cumplimiento de la meta de este año y la de largo plazo, aunque sí tendieron a aumentar frente a lo observado hace tres meses y se sitúan por encima del punto central del rango meta a varios horizontes. Tal es el caso de las obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República efectuada a analistas del mercado que se realizó a comienzos de octubre, que muestra una inflación esperada para diciembre del presente año de 3,38% y de 3,15% a doce meses (frente a 3,27% y 3,16% del trimestre anterior, respectivamente) (Gráfico 45). Lo mismo sucede con las expectativas obtenidas a partir de la encuesta trimestral realizada a empresarios y sindicatos, que las sitúa en 3,12% a diciembre y en 3,11% a cuatro trimestres (frente a hace tres meses: 3,0% y 2,8%, en su orden) (Gráfico 46). Finalmente, las mediciones obtenidas a partir de la curva de rendimientos de los TES muestran unas expectativas de inflación a dos, tres y cinco años un poco por encima de 3,0% (Gráfico 47). Cabe señalar que en los tres casos las expectativas a más largo plazo tienden a decrecer frente a las de horizontes más cortos, lo que indica que la credibilidad de la meta de largo plazo sigue siendo alta y que el incremento esperado de la inflación para el cuarto trimestre de este año se percibe como transitorio.

Gráfico 45
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa

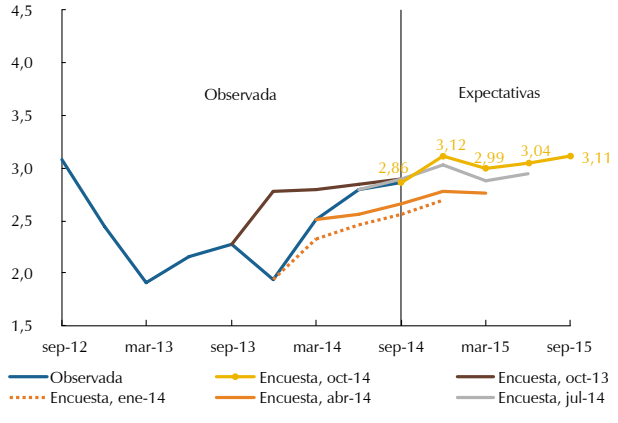
(porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

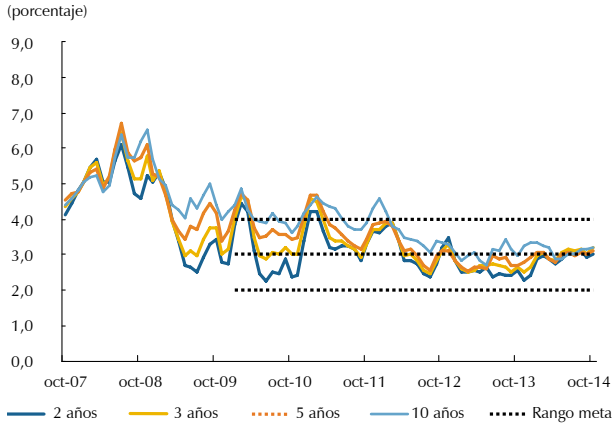
Gráfico 46
Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses) (inflación anual)

(porcentaje)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 47
Expectativas de inflación derivadas de los TES
(a dos, tres, cinco y diez años)
(promedio mensual)[a/]



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

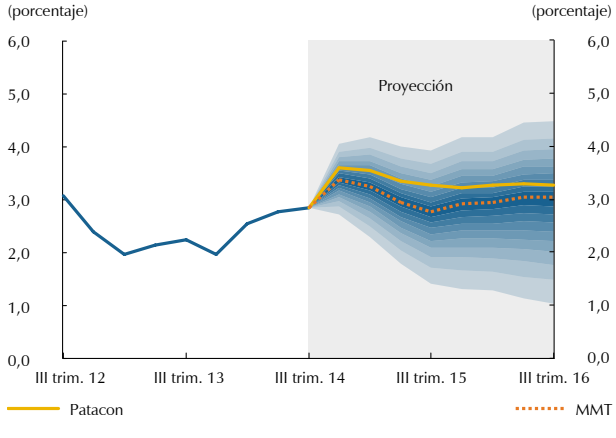
El pronóstico central de inflación para lo que resta de 2014 y para 2015 no contempla presiones de costos laborales alcistas, dado que los ajustes de salarios han continuado en rangos cercanos a la meta de inflación. Sin embargo, en este caso los riesgos son al alza, como se señala más adelante. Con respecto a los costos de materias primas, la proyección incluye leves choques a la baja, debido a los menores precios del petróleo y de materias primas que se prevén para los siguientes trimestres, frente a lo observado en promedio entre enero y septiembre del presente año. Los efectos alcistas originados en una senda más depreciada para el peso son compensados por los precios internacionales más bajos.

En síntesis, la inflación en Colombia estaría aumentando en los próximos trimestres como respuesta a choques de oferta que se prevén en alimentos y regulados, y también como resultado de la depreciación acumulada del peso. Sin embargo, un crecimiento del PIB que no superaría su potencial hacia 2015, con descensos en los costos de producción, expectativas alineadas con la meta y pocas presiones sobre los costos laborales, harían mantener la inflación en la mitad superior del rango meta, permitiendo que converja al 3,0% entre finales de 2015 y 2016.

2. Balance de riesgos

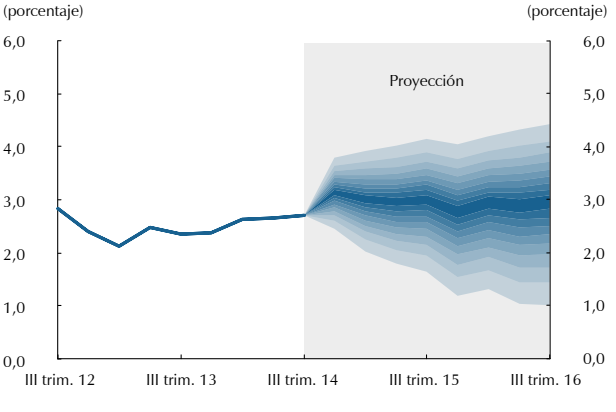
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 48 y 49. En esta ocasión se contempla una mayor incertidumbre que en los informes anteriores, por lo que la amplitud del *fan chart* es mayor. Por otro lado, la senda central de pronóstico de

Gráfico 48
Fan chart de la inflación total



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

Gráfico 49
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

En este informe aumentó la incertidumbre que rodea el pronóstico de inflación y los riesgos a la baja aumentaron.

la inflación al consumidor es más alta, mientras que, a diferencia de lo estimado hace tres meses, el sesgo del *fan chart* es a la baja. Esto último obedece, entre otras razones, a las posibles presiones desinflacionarias provenientes del comportamiento del precio de las materias primas, en particular del petróleo, y al impacto que esto pueda tener en la demanda interna y en el desempeño macroeconómico de los principales socios comerciales de Colombia en América Latina. Cabe mencionar que aún se mantienen riesgos alcistas importantes; sin embargo, para este informe estos son más que compensados por las presiones a la baja percibidas en el horizonte de pronóstico.

Los principales riesgos a la baja son:

Un crecimiento económico global menor que el previsto en la senda central de pronóstico:

En este informe se observa un aumento en el riesgo bajista relacionado con un menor desempeño económico global y, sobre todo, en las economías emergentes latinoamericanas. Asimismo, en el último trimestre se han observado presiones desinflacionarias importantes en países de la zona del euro, así como signos de debilitamiento económico en Alemania, Francia e Italia, economías que ya no irían a liderar la recuperación económica de esa región. Por otro lado, en China la situación del mercado financiero informal sigue representando un riesgo importante a la baja sobre el crecimiento mundial, al igual que un desempeño menos dinámico de su mercado de finca raíz y de su inversión en general. Esta última es fundamental a la hora de determinar las tendencias sobre los precios de las materias primas. Por su parte, la caída ya observada en los precios de las materias primas podría afectar, aún más de lo contemplado en la senda central de pronóstico, el desempeño de varias de las economías de América Latina que son destinos de exportación importantes para Colombia. Cabe mencionar que los indicadores recientes para estos países ya señalan un crecimiento modesto en su producción para el horizonte de pronóstico contemplado. Todo lo anterior podría afectar el crecimiento económico de los Estados Unidos y frenar su recuperación.

Para Colombia la materialización de estos riesgos se traduciría en una demanda externa más débil y en una menor confianza de inversionistas y consumidores, afectando así el dinamismo de la demanda interna. De esta manera, el crecimiento económico del país podría situarse por debajo de lo previsto, implicando una brecha del producto negativa que ejercería presiones a la baja sobre la inflación al consumidor.

En momentos en que se escribía este informe, el precio del petróleo caía a niveles inferiores a los contemplados en la senda central de pronóstico.

Menores precios del petróleo y de otras materias primas con respecto al escenario central de pronóstico:

En el momento en que se escribía este informe, el precio del petróleo caía a niveles inferiores a los contemplados en la senda central de pronóstico y exhibían una tendencia descendente. Sumado a esto, la perspectiva del mercado de petróleo es la de una mejoría relativa de la oferta, dado el restablecimiento de la producción

Una caída de los términos de intercambio puede castigar la confianza de consumidores e inversionistas afectando el dinamismo de la demanda interna.

en Libia, una mayor producción de petróleo de esquisto en los Estados Unidos, altos niveles de inventarios y unas cuotas estables de producción por parte de la OPEP, frente a una demanda mundial potencialmente más débil. De esta forma, la recuperación del precio a niveles similares a los considerados en la senda central depende de posibles acuerdos para recortar las cuotas de producción por parte de la OPEP o de la presencia de mayores tensiones geopolíticas, todo lo cual tiene amplio margen de incertidumbre. Debido a lo anterior, existe un riesgo importante de que los precios se mantengan en los bajos niveles alcanzados en la actualidad (alrededor de US$85 el barril de la referencia Brent) o decaigan incluso más.

A lo anterior se suma la posibilidad de que los precios de otras materias primas disminuyan por debajo de lo esperado. Tal es el caso de los alimentos, cuyos mercados se han visto afectados no solo por una amplia oferta, gracias a las buenas cosechas y al aumento en los inventarios, sino que también están siendo golpeados por la caída del precio del crudo vía una menor demanda para la producción de biocombustibles. Por otro lado, el mercado de otras materias primas también se podría ver afectado por los avances esperados hacia la normalización de la postura de la política monetaria de la Fed, lo que podría reducir la demanda de carácter especulativo que ha ayudado a sostener sus precios en niveles altos en los últimos años.

Todo esto genera un riesgo importante a la baja sobre la inflación que, de hacerse efectivo, generaría presiones desinflacionarias en varios frentes. Por un lado, los menores términos de intercambio implicarían un menor ingreso disponible, el cual podría golpear la confianza de consumidores e inversionistas, castigando la demanda interna. Por otro lado, menores precios del petróleo y otras materias primas reducirían los costos de producción y transporte y presionarían a la baja el precio regulado de la gasolina para los consumidores, siempre y cuando el tipo de cambio no compense estas presiones.

Un menor crecimiento que el contemplado en el escenario central por factores internos:

La disminución del precio del petróleo y otras materias primas tiende a reducir los costos de producción y de transporte.

El pronóstico de crecimiento para lo que resta de 2014 supone un dinamismo importante de la inversión de obras civiles y del consumo público. Para 2015, si bien se contempla una menor contribución al PIB por parte de estos dos rubros, de todas maneras, deberían crecer por encima del promedio de la economía. En cuanto a las obras civiles, se espera que se cumpla con los cronogramas de ejecución de las principales obras de infraestructura y que se avance un poco en los proyectos de cuarta generación. Así mismo, se prevé el inicio o continuación de diversos proyectos adelantados con recursos de las administraciones locales, incluida la de Bogotá. Con respecto al consumo público, las administraciones locales también deberán ejercer un papel preponderante, como ya se explicó. Sin embargo, estos pronósticos enfrentan riesgos importantes a la baja, debido a los retrasos que han solido tener las obras públicas en Colombia por diversas razones, entre ellas la aprobación de licencias ambientales. Adicionalmente, la caída del precio del

Una depreciación fuerte y prolongada del peso podría generar riesgos al alza sobre la inflación.

petróleo podría implicar el recorte de recursos para varios de estos proyectos, en especial hacia 2015.

En materia de consumo privado se espera una expansión similar a la observada en el promedio de los últimos diez años (4,5%), tanto para lo que resta de este año, como para 2015. No obstante, de aprobarse una nueva reforma tributaria, sus posibles efectos sobre el ingreso disponible y el gasto de los hogares no están plenamente considerados en la senda central de pronóstico de este informe. También, podría presentarse un efecto negativo temporal sobre la confianza de los consumidores mientras se aclara el panorama tributario, algo que tampoco está contemplado en el pronóstico central.

Todo lo anterior podría implicar un menor dinamismo para la demanda interna, lo que reduciría las presiones sobre los precios, sobre todo de los bienes no transables, frente a lo esperado en la senda central de pronóstico.

Menores ajustes en los precios de los servicios regulados por cambios en los marcos regulatorios:

Para 2015 es posible que se autorice una disminución en las tarifas de aseo, de entrar en vigencia el proyecto de un nuevo marco tarifario para el sector, anunciado por el Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio. Esto beneficiaría, con reducciones en la tarifa, a más del 80% de la población, situada en cerca de 350 municipios del país. Estas rebajas no fueron contempladas plenamente en la senda central de pronóstico[15].

Por su parte, algunos riesgos alcistas considerados en este informe son:

Una depreciación del tipo de cambio mayor que la contemplada debido a un posible aumento anticipado de la tasa de interés de las autoridades monetarias en los Estados Unidos (Fed):

En este informe se supone que la Fed finaliza el desmonte de su programa de compra de activos financieros a comienzos del cuarto trimestre del presente año e iniciaría el aumento de su tasa de interés de referencia a comienzos del segundo semestre de 2015. Sin embargo, el buen desempeño de los indicadores estadounidenses de crecimiento y empleo en el segundo y tercer trimestres, hacen pensar que las autoridades podrían adelantar el cronograma de incremento de su tasa de interés. En caso de que este escenario se materialice, existe el riesgo de que se presenten cambios importantes en los flujos de capitales hacia las economías emergentes, incluida Colombia, lo que podría debilitar el peso colombiano más allá de lo contemplado en la senda central de pronóstico. Adicionalmente, no se puede descartar un efecto sobre la prima de riesgo soberano, lo cual afectaría la estabilidad del tipo de cambio. Más, si esto ocurre en un entorno de caída fuerte

15 Véase la resolución CRA 643 de 2013.

Hacia 2015 podrían empezar a surgir presiones alcistas sobre los salarios.

de los términos de intercambio que ocasione un deterioro marcado de los balances externo y fiscal.

Si este riesgo se llega a materializar, la mayor depreciación podría generar presiones alcistas adicionales sobre los costos de materias primas y alimentos importados y, en general, sobre los precios de los bienes transables y los regulados. Los efectos sobre la inflación total al consumidor podrían verse exacerbados en la medida en que los movimientos en el tipo de cambio sean más duraderos y en que se afecten las expectativas de inflación.

Choques de oferta adicionales que produzcan alzas en los precios de los alimentos producidos en el país mayores que las contempladas:

Cambios climáticos que se podrían presentar en lo que resta del año y parte del siguiente debido a un eventual fenómeno de El Niño, así como alteraciones en las condiciones de oferta de ciertos productos agropecuarios, generan un riesgo al alza en los precios de los alimentos. Aunque en principio El Niño sería de una intensidad moderada, de suceder, afectaría parte del rendimiento del sector agropecuario y podría aplazar las siembras. Esto llevaría a aumentos en los precios de varios alimentos entre el cuarto trimestre de este año y el segundo de 2015, superiores a los contemplados en la senda central de pronóstico. Tampoco se descartan efectos al alza provenientes de choques a la producción, en medio de la continuación del ciclo de oferta agropecuario. En los últimos meses se ha venido observando una disminución del sacrificio de ganado, la cual es propia de una fase de retención que puede durar varios trimestres y que generaría aumentos en el precio de la carne de res y sus sustitutos. Estas circunstancias han sido solo parcialmente contempladas en la senda central de pronóstico. En principio, se espera que todos estos choques sean de carácter transitorio; sin embargo, dependiendo de su incidencia en las expectativas, podrían tener un efecto más persistente sobre la inflación.

Cabe mencionar que en este informe el riesgo de choque de oferta agropecuaria es menor que lo contemplado hace un trimestre, en particular porque, de acuerdo con las principales agencias climáticas, la probabilidad de ocurrencia de El Niño ha disminuido. La mayoría de los modelos continúan indicando que la intensidad de este sería moderada, lo cual provocaría un impacto moderado sobre los precios de estos productos.

Incrementos importantes en los salarios:

La probabilidad de que la inflación se sitúe entre 2,0% y 4,0% en 2014 y 2015 sigue siendo alta.

La tasa de desempleo ha caído consistentemente durante los últimos cuatros años. Dicha tendencia, que hasta la fecha no ha generado presiones inflacionarias, podría hacerlo hacia 2015 y 2016, algo que no se ha considerado en la senda central de pronóstico de este informe. En 2013 y 2014 ello, en parte, fue posible gracias al efecto que tuvo la reforma tributaria sobre los costos de contratación laboral, al reducir los impuestos parafiscales y los aportes a salud que hacen las empresas por los trabajadores. Sin embargo, estos efectos son transitorios y para 2015 se habrán desvanecido, lo cual, sumado a la tendencia descendente del desempleo y a

una Nairu que ya se encuentra cerca de la tasa de desempleo actual, podría generar presiones adicionales en la inflación.

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

Recuadro 3
LAS CONCESIONES DE CUARTA GENERACIÓN (4G) Y SU IMPACTO SOBRE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Daniel Parra*

Antecedentes y características

Las concesiones 4G surgen como respuesta a los problemas que ha enfrentado el Estado en la contratación de las obras de infraestructura en las últimas dos décadas. En los esquemas anteriores al de 4G el Estado pagaba anticipos en los proyectos, independientemente del cumplimiento del servicio; la participación de capital propio de los inversionistas era baja y no eran claros los mecanismos de resolución de problemas cuando se presentaba algún tipo de riesgo relacionado con licencias ambientales, compra de predios, estudios de suelos, entre otros[1]. Todo ello generaba incentivos inadecuados relacionados con el bajo desempeño y poco avance de las obras, que en algunas ocasiones se convertían en discusiones jurídicas que perduraban años, sin un progreso satisfactorio en la infraestructura.

En primera instancia, se creó un marco jurídico que permitirá generar contratos más eficientes, en los cuales se asignan los riesgos a aquel que puede manejarlos mejor. Para ello se establecieron la Ley de Asociaciones Público-Privadas (APP o Ley 1508 de 2012)[2] y la Ley de Infraestructura (Ley 1682 de 2013)[3]. En segunda instancia, se crearon instituciones que permitieran fortalecer el proceso de las concesiones 4G, en especial se destacan la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) y la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN)[4].

La ANI se encarga de evaluar y promover las iniciativas de concesión u otras formas de APP para el desarrollo de la infraestructura de transporte del país, además de planear y elaborar la estructuración, contratación y ejecución de las mismas[5]. Esto contribuirá a mejorar el análisis de viabilidad técnica, económica, financiera y legal de los proyectos. Por su parte, la función de la FDN sería la de gestionar e incentivar la financiación y estructuración de las obras de infraestructura que sean adjudicadas. Esta entidad desempeña un papel de suma importancia, pues se convierte en un intermediario que fomenta las condiciones necesarias para movilizar todas las fuentes posibles de financiación y hacer un *crowding-in* para aumentar la oferta de recursos[6].

Se espera que con la puesta en marcha de este nuevo esquema se corrija en alguna medida el rezago que la economía colombiana enfrenta en términos de la infraestructura física, lo que en el mediano plazo contribuiría a elevar la productividad y el bienestar del país. Por ello, se estima una inversión en etapa de construcción (denominada Capex[7]) de 47 billones de pesos para el siguiente quinquenio (2015-2020), representada en 40 proyectos[8] de infraestructura vial; los cuales comprometerían alrededor de 64 billones de pesos de las vigencias futuras y aportes al fondo de contingencias por parte

---

* El autor es profesional experto del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Se agradecen los comentarios de Carlos Huertas, Adolfo Cobo y Julián Pérez.

1 Las Leyes 80 de 1993 y 1150 de 2007 contemplaban adiciones hasta del 50% del valor inicial del contrato, y prórrogas limitadas al 60% del plazo estimado, respectivamente.

2 La ley introdujo los siguientes cambios: i) no hay anticipos, ii) los pagos se realizan de acuerdo con el cumplimiento del servicio o la terminación de unidades funcionales, iii) los inversionistas vinculan su capital al inicio del proyecto, entre el 25% y el 30% del valor total del contrato, iv) se hace una eficiente asignación de los riesgos durante la estructuración de los proyectos y v) se generan incentivos para atraer inversionistas institucionales y financieros.

3 La ley busca agilizar problemas de trámites engorrosos y plantear un esquema de resolución de litigios. Además, pretende mejorar la planeación y estructuración de los proyectos, con el fin de hacerlos más eficientes.

4 Estas instituciones apoyan la labor que los ministerios de Hacienda y Crédito Público y de Transporte, el Departamento Nacional de Planeación y algunas otras entidades gubernamentales que continúan trabajando en temas relacionados con la infraestructura del país.

5 Dentro de sus funciones también estarán labores relacionadas con: i) la definición de metodologías y procedimientos en las etapas de planeación, preadjudicación, adjudicación, postadjudicación y evaluación de proyectos de concesión, y ii) realización de estudios y acciones necesarias para recopilar la información de carácter predial, ambiental y social requerida para una efectiva estructuración y gestión de los proyectos.

6 Presentación de Clemente del Valle, presidente de la FDN, seminario ANIF "Avances en la financiación de la infraestructura en Colombia", 24 de septiembre de 2014.

7 Capex, de *capital expenditures,* o gastos de capital: en este ítem se incluyen todos los gastos necesarios para la construcción, mejoramiento o rehabilitación de la infraestructura.

8 Se construirían alrededor de 7.000 km, que contemplan dobles calzadas (más de 1.370 km; 141 túneles [125 km], y 1.300 viaductos [146 km]. Las especificaciones del programa son de 80 kilómetros por hora en la mayor parte de la extensión.

del Estado[9] en la etapa de operación y mantenimiento (denominada Opex[10]). Adicionalmente, existen 16 proyectos de iniciativas privadas que aportarían un monto de inversión alrededor de 11 billones en Capex.

La principal característica del nuevo esquema de 4G es que el concesionario tiene que financiar la construcción de la infraestructura en la etapa Capex. Como se mencionó, este tendrá que aportar recursos propios (entre 25% y 30%) y el restante deberá asumirlo mediante deuda (entre 70% y 75%). En el momento en el cual la infraestructura esté disponible o se terminen las *unidades funcionales*[11] establecidas, las retribuciones al privado se cubrirán con peajes[12], aportes del Estado[13] y explotación comercial[14]. Dicho pago dependerá tanto de la culminación del proyecto en los tiempos establecidos, como de los estándares de calidad preacordados en el contrato. Así, se espera generar los incentivos adecuados al motivar al privado para que construya rápida y eficientemente. Además, se promueve el uso de materiales de la mejor calidad, ya que, de no hacerlo, se enfrenta a: i) penalizaciones que le representan menos pagos de vigencias futuras y ii) mayores costos de mantenimiento en la etapa Opex. Lo anterior repercutiría el flujo de caja del concesionario.

En el Diagrama R3.1 se resume el funcionamiento de la estructura de los contratos y se establecen algunas relaciones entre los participantes. Como se puede apreciar, los diferentes actores se vinculan mediante el patrimonio autónomo, el cual funcionará como centro contable y de pagos. Los aportes del concesionario[15] (capital propio más deuda que este asume con un prestamista mediante un contrato de crédito)[16], los aportes del Estado (intermediados por la ANI) y los ingresos por peajes y explotación comercial conforman los recursos disponibles para el proyecto. Así, con el patrimonio autónomo se realizan pagos tanto al concesionario (retribuciones) como a sus contratistas, prestamistas (servicio de la deuda) y al interventor contratado por la ANI. Es importante señalar que el patrimonio autónomo será administrado mediante un contrato de fiducia, suscrito entre el concesionario y una entidad fiduciaria. Por último, en el grupo denominado prestamistas, no solo se contempla la participación de la banca privada y multilateral; también, se pretende atraer inversionistas de largo plazo, como los fondos de pensiones y aseguradoras.

Se debe tener en cuenta que, como cualquier proyecto de inversión, existen diferentes tipos de riesgo, los cuales serán asumidos por diversos agentes dentro de su implementación. Por ejemplo, si hay endeudamiento externo, el riesgo de los proyectos sería asumido en primera instancia por los inversionistas residentes que toman esos recursos. Adicionalmente, si el endeudamiento es interno, los intermediarios financieros locales tendrían una exposición de riesgo que debería ser valorada y que tendría que estar respaldada por unos niveles de capital requeridos. Por esta razón, la ANI deberá contemplar en cada uno de los contratos de concesión de 4G la distribución de riesgos con el fin de generar confianza en los inversionistas[17].

---

9 Documento Conpes (Consejo Nacional de Política Económica y Social) 3760 de 2013.

10 Opex, de *operational expenditure*, o gastos operacionales: en este ítem se incluyen todos los gastos relacionados con la operación y mantenimiento de la infraestructura.

11 Una unidad funcional hace referencia a cada una de las divisiones del proyecto, que corresponden a un conjunto de estructuras de ingeniería e instalaciones indispensables para la prestación de servicios, las cuales tienen independencia, es decir, pueden operar de manera individual.

12 Ingreso garantizado contractualmente, las tarifas ajustadas por inflación y recaudo distribuido, según participación porcentual de cada unidad funcional.

13 Anualidades respaldadas por autorización de vigencias futuras específicas para el proyecto; opción de porcentaje expresada en dólares con un límite para cada proyecto; contractualmente los flujos de aportes son definidos por unidades funcionales en pesos constantes; fondo de contingencias que cubre los riesgos asumidos por el Estado.

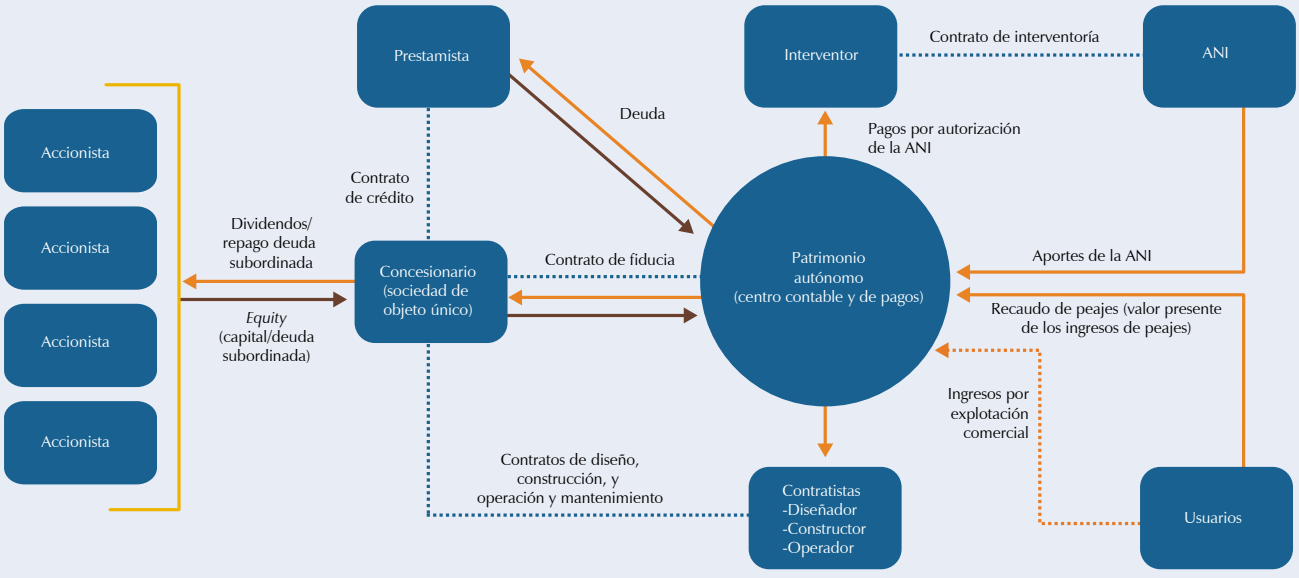
14 Por ejemplo, arriendos de zonas comerciales, uso de parqueaderos y uso de espacios para publicidad.

15 Los aportes de capital por parte del concesionario (o giros de *equity*) son de carácter obligatorio y deben ser depositados al patrimonio autónomo en plazos prestablecidos, los cuales son acordados entre el prestamista y el concesionario, o por la ANI, durante la estructuración del contrato. El concesionario puede realizar estos giros de *equity* con aportes de capital de los socios, colocación de acciones o deuda adquirida por los socios subordinada a la deuda *senior* (tomado del Recuadro 2 del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de la República de septiembre 2014).

16 El contrato de crédito es aquel celebrado entre el concesionario y los prestamistas, donde es fundamental que estos últimos establezcan las condiciones para mitigar el riesgo de impago del servicio de la deuda por parte del concesionario e incentivarlo a cumplir con los plazos establecidos para el proyecto. Lo anterior lo puede hacer condicionando los desembolsos a avances de obra, estableciendo cláusulas que den prioridad al pago de la deuda, requiriendo aportes de *equity* mayores al mínimo establecido en el contrato del proyecto, entre otros (tomado del Recuadro 2 del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de la República de septiembre 2014).

17 Algunos de los riesgos y su distribución en los diferentes actores que intervienen en la concesión pueden ser consultados en el Recuadro 2 del *Informe de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2014, Banco de la República.

Diagrama R3.1
Relaciones y actores reconocidos en los contratos de 4G



Fuente: Agencia Nacional de Infraestructura.

¿Cuál es el avance a la fecha?

Se espera que los cuarenta proyectos propuestos inicialmente en el grupo de concesiones 4G y las 16 iniciativas privadas se adjudiquen entre 2014 y 2015[18]. Para los primeros, se han anunciado tres olas de proyectos, de las cuales, con información a octubre, se han adjudicado ocho y el restante estaría en proceso de estructuración o licitación. Para las segundas, cinco tienen aprobados los estudios de prefactibilidad, cuatro están terminando los análisis de factibilidad y tres están en aprobación del Ministerio de Hacienda. El Cuadro R3.1 resume los proyectos de primera y segunda ola, con una inversión para la etapa Capex estimada en alrededor de 27 billones de pesos, mientras que la tercera ola contaría con diez proyectos adicionales que sumarían un monto superior a los 10 billones de pesos.

Dado el tamaño de las inversiones, la FDN procurará establecer una combinación de fuentes e instrumentos de financiamiento. En las fuentes se contempla la participación de la banca nacional privada, fondos de pensiones, fondos de capital, banca pública, entidades multilaterales y banca internacional (Cuadro R3.2). Los instrumentos se basan en créditos de mediano y largo plazo, títulos o bonos de infraestructura para financiamiento, garantías o compromisos de refinanciamiento, entre otros[19].

Impacto sobre el crecimiento económico

En principio, las inversiones de las 4G impulsarían el crecimiento económico del PIB y luego, una vez se vayan viendo los avances de obra, se esperaría un impacto positivo sobre el PIB potencial. Las estimaciones del Gobierno sugieren un efecto multiplicador de 1,5% aproximadamente en el PIB durante los años de construcción, y un incremento del PIB potencial de 4,6% a 5,3% en el largo plazo[20]. No obstante, todavía es incierto el efecto de corto plazo de los proyectos que han sido adjudicados a octubre y los que se adjudicarían al cierre de este año.

Para brindar una estimación alternativa, se realizó un ejercicio preliminar con la información disponible a octubre sobre los proyectos que aparecen sombreados en el

18 Para una descripción detallada de cada proyecto véase los documentos Conpes (Consejo Nacional de Política Económica y Social) 3760, 3761 y 3770 de 2013.

19 Tomado de las presentaciones: i) Clemente del Valle, presidente de la FDN, Seminario ANIF "Avances en la financiación de la infraestructura en Colombia", 24 de septiembre de 2014, y ii) Luis Fernando Andrade Moreno, Presidente Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), "Concesiones viales 4G ¿Cómo replicar en Colombia experiencias internacionales exitosas?" y "Hablemos claro sobre la 4G".

20 Presentación de Mauricio Cárdenas, ministro de Hacienda y Crédito Público, "El impacto económico de la infraestructura de cuarta generación", noviembre de 2013.

Cuadro R3.1
Montos de inversión

	Proyectos	Capex (billones de pesos)
Primera ola	Honda-Puerto Salgar-Girardot [a/]	0,9
	Conexión Pacífico 1 [a/]	1,8
	Conexión Pacífico 2 [a/]	0,9
	Cartagena-Barranquilla [a/]	1,0
	Conexión Pacífico 3 [a/]	1,3
	Perimetral de Cundinamarca [a/]	1,1
	Río Magdalena 2 [a/]	1,4
	Mulaló-Loboguerrero	1,2
	Autopista Conexión Norte [a/]	1,0
	Total primera ola	**10,5**
Segunda ola	Autopista al río Magdalena 1	2,1
	Autopistas al Mar 2	1,6
	Autopistas al Mar 1	1,6
	Neiva-Girardot	1,3
	Pasto-Rumichaca	1,6
	Villavicencio-Yopal	1,8
	Puerta de Hierro-Carreto-Palmar de Varela	0,4
	Santana-Mocoa-Neiva	1,6
	Santander de Quilichao-Popayán	1,2
	Bogotá-Villavicencio (sector 1)	2,0
	Bucaramanga-Barrancabermeja-Yondó	1,6
	Transversal del Sisga	0,4
	Total segunda ola	**17,4**
Tercera ola (diez proyectos adicionales)		**Más de 10 billones**
Total primeras tres olas		**37,9**

a/ Adjudicadas.
Fuente: Agencia Nacional de Infraestructura (ANI).

Cuadro R3.2
Fuentes de financiamiento

Tipo de fuente	Rangos de financiamiento inicial
Banca nacional privada	10 - 15 billones
Fondos de pensiones	6 - 10 billones
Banca pública	5 - 7 billones
Multilaterales	2 - 3 billones
Banca internacional	6 - 10 billones

Fuente: Agencia Nacional de Infraestructura (ANI).

Cuadro R3.1[21]. Se asumieron escenarios para 2014 y 2015 en los cuales las ejecuciones, de la inversión de los 12 proyectos, serían de alrededor de 1% en el primer año y de una sexta parte en el segundo. Luego, en los dos años siguientes se ejecutaría un porcentaje cercano al 50%. Estos supuestos se incorporaron en el modelo de equilibrio general propuesto por Cárdenas y Velasco (2014)[22], con el cual se hicieron simulaciones para ver los efectos por año de dicho nivel de ejecuciones.

Los resultados obtenidos sugieren que el efecto adicional para 2014 y 2015 sobre el crecimiento del PIB sería de 0,1% y 0,7%, respectivamente. Para los siguientes años, el efecto máximo, en promedio, sería un punto adicional sobre el crecimiento económico que arroja el escenario base (sin 4G). Cabe señalar que este último impacto podría ser mayor si hay más proyectos adjudicados, ya que elevaría los montos de ejecución en dichos años.

21 La mayoría de estos tendrían una duración de construcción entre tres años y cinco años.

22 Velasco, A; Cárdenas, C. (2014). "A Macro CGE Model for the Colombian Economy", Banco de la República, próximo a ser publicado.

V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica

En la última década Colombia disfrutó de condiciones de financiamiento externo favorables y altos términos de intercambio que impulsaron el crecimiento. Dichos factores están cambiando. De la velocidad, persistencia y magnitud con que dichos cambios se presenten, dependerá el impacto sobre la economía colombiana.

En el último decenio Colombia, al igual que otros países latinoamericanos, disfrutó de condiciones muy favorables en cuanto a financiamiento externo y altos términos de intercambio. Esto se tradujo en tasas de crecimiento superiores a las observadas en décadas anteriores. En promedio, entre 2003 y 2013 el PIB per cápita (en pesos constantes) creció 3,6% anual, el valor más alto para un decenio desde los años cincuenta.

Las condiciones externas que favorecieron al país en los últimos años están cambiando: menores términos de intercambio y unas perspectivas de encarecimiento del financiamiento externo.

Los factores externos que impulsaron este crecimiento están cambiando. En lo corrido de 2014 los precios de los bienes básicos, como el cobre y otros minerales, han caído y han afectado las economías de los países que los producen. Lo anterior, junto con las menores previsiones de crecimiento y una posible normalización de la tasa de interés en los Estados Unidos, podría reducir los flujos de capital (IED y portafolio) hacia las economías exportadoras de *commodities*.

En Colombia hasta la primera mitad de 2014 esta situación no se había materializado. Las cotizaciones del crudo permanecieron en niveles altos y se observaron significativos flujos financieros hacia el país a raíz del rebalanceo de los índices de

La posible normalización en las tasas de interés en los Estados Unidos y el deterioro en las perspectivas de los países emergentes podría incrementar el costo de financiamiento de estos últimos.

deuda soberana emergente de JP Morgan[16]. Sin embargo, hacia finales del tercer trimestre las cotizaciones internacionales del petróleo cayeron a niveles no registrados en los últimos tres años, que si bien siguen siendo altas comparadas con sus promedios históricos, de mantenerse, implicarían un deterioro significativo en los términos de intercambio y en el ingreso nacional.

Con respecto a la demanda externa, las perspectivas de recuperación económica mundial para 2015 son, en general, mediocres, excepto para los Estados Unidos. La Reserva Federal ya finalizó el desmonte de su programa de relajamiento cuantitativo y se espera que en el segundo semestre del próximo año inicie el incremento de su tasa de interés. Esto, junto con el deterioro en las perspectivas económicas de los países emergentes, posiblemente encarecería el costo de financiamiento y podría desincentivar los flujos de capital hacia estas economías, incluso si otros bancos centrales mantienen una política monetaria bastante expansiva.

En este contexto, en el presente informe los riesgos a la baja de la economía colombiana provenientes del sector externo se han incrementado. De presentarse un fuerte aumento en el costo del financiamiento externo se podría desestimular la inversión, afectando la demanda agregada; si, además, los mayores costos de fondeo se trasladan al crédito interno, el impacto sería mayor. Adicionalmente, si persiste un precio del petróleo inferior al registrado en los últimos años, aparte de desalentar la IED dirigida al sector de hidrocarburos, esto implicará un menor ingreso nacional. Si se materializan estos riesgos, la flexibilidad cambiaria podría actuar como mecanismo estabilizador al permitir una devaluación real que estimularía las exportaciones no tradicionales en detrimento de las importaciones. Como consecuencia de lo anterior, la tasa de cambio real (TCR) y el déficit en la cuenta corriente podrían converger hacia valores más coherentes con sus fundamentales de largo plazo.

La incertidumbre sobre la velocidad, magnitud y persistencia de los cambios en las condiciones externas es elevada.

El manejo macroeconómico sólido que el país ha mostrado en los últimos años podría permitir asimilar y suavizar los anteriores choques externos. No obstante, la incertidumbre sobre la velocidad, la magnitud y la persistencia de estos choques externos es elevada, por lo que es necesario estar alerta a los cambios que se puedan presentar en ciertas variables clave. En este capítulo se describe el comportamiento reciente de la cuenta corriente, de la TCR, del crédito y de los precios de la vivienda. También, se estiman posibles desequilibrios para estas variables, así como un indicador de desbalance macroeconómico (IDM)[17].

16 Para una explicación detallada, véase *Reportes del Emisor*, núm. 179, "Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes", abril de 2014.

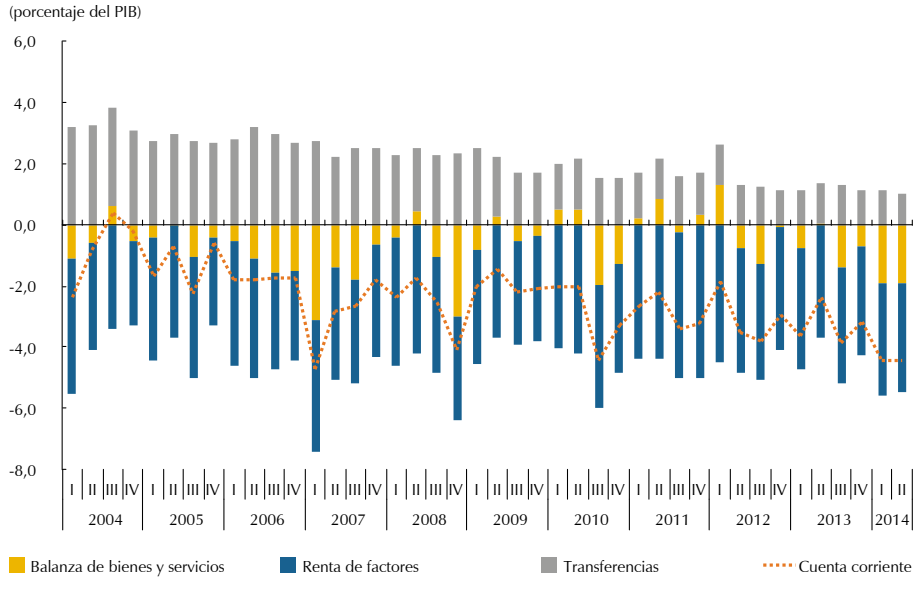
17 Véase Arteaga, Huertas y Olarte (2012). "Índice de desbalance macroeconómico", Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República.

El incremento en el déficit en la cuenta corriente es en buena medida el reflejo del dinamismo de la demanda interna y del aumento en el financiamiento externo.

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

Como se mencionó en el capítulo I, en lo corrido del año a junio el déficit en la cuenta corriente se ubicó en 4,4% del PIB semestral (Gráfico 50), ampliándose más que lo proyectado en el *Informe sobre Inflación* anterior para todo el año (entre 3,8% y 4,2% del PIB). Más allá de factores coyunturales (como los problemas en la exportación de carbón durante el primer trimestre, el cierre de la Refinería de Cartagena y la reducción en la producción de crudo), que explican buena parte del deterioro en la balanza comercial durante el primer semestre, el incremento en el déficit es también reflejo del comportamiento dinámico que ha mostrado la demanda interna en el último año.

Gráfico 50
Cuenta corriente

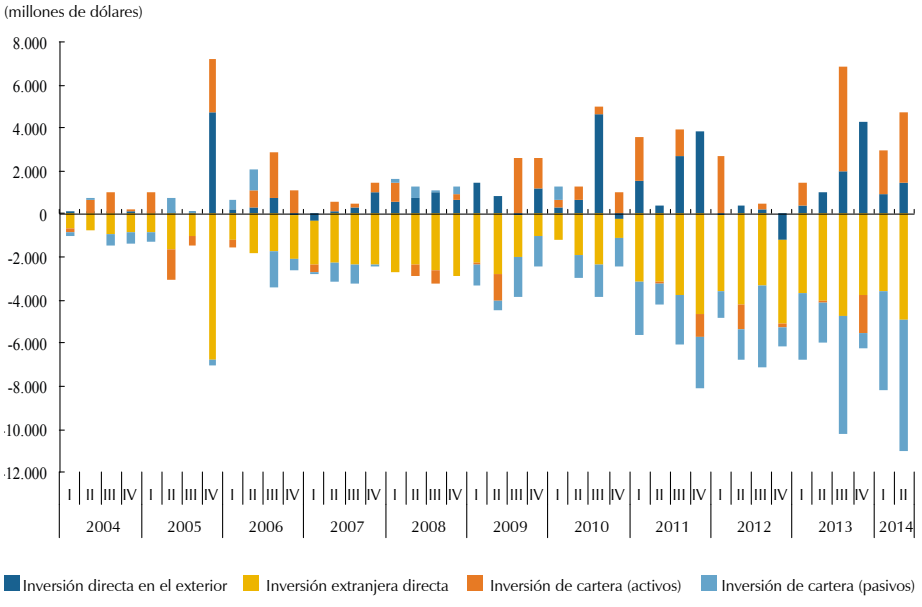


Nota: los datos se presentan de acuerdo con las recomendaciones de la versión sexta del Manual de Balanza de Pagos, propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos
Fuente: Banco de la República.

Por el lado del financiamiento, el país enfrentó un choque positivo con el anuncio de JP Morgan de aumentar la participación de Colombia en dos de sus índices de deuda soberana emergente. Así, según las cifras de la balanza de pagos, en el segundo trimestre las entradas de capitales extranjeros de portafolio alcanzaron valores récord (US$6.114 m), las cuales fueron parcialmente compensadas por la constitución de inversiones financieras de colombianos en el exterior (US$3.259 m) (Gráfico 51). Este choque explicó parcialmente la apreciación nominal registrada durante el segundo trimestre y parte del tercero, más allá de lo ocurrido en otros países de la región (Gráfico 12). El mayor financiamiento externo y el fortalecimiento del peso también contribuyeron a mantener un gasto interno dinámico.

En términos reales, entre marzo y julio de este año el tipo de cambio también se fortaleció debido al comportamiento de la tasa de cambio nominal y a la baja inflación registrada por nuestros principales socios comerciales, particularmente en los países

Gráfico 51
Inversión directa y de cartera



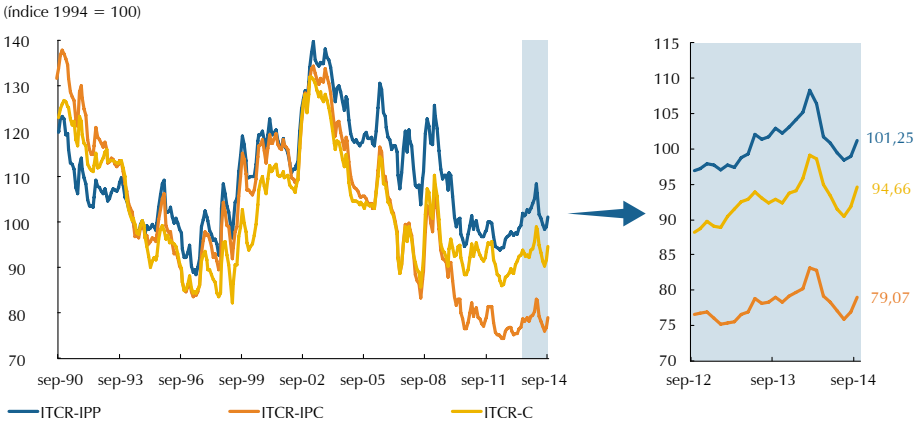
Nota: de acuerdo con la versión sexta del Manual de Balanza de Pagos propuesta por el FMI, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente, por tanto, los flujos activos (constitución de activos el exterior) se presentan con signo positivo y los pasivos con signo negativo. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos
Fuente: Banco de la República.

avanzados. Sin embargo, a partir de agosto la tasa de cambio real ha revertido parte de la apreciación de los meses anteriores (Gráfico 52).

La tasa de inversión ha crecido en forma acelerada, favorecida por factores externos.

Como se ha mencionado en otras ediciones de este informe, entre 2010 y 2013 la ampliación en el déficit de la cuenta corriente se explicó por una tasa de inversión que ha crecido de forma acelerada y que ha alcanzado niveles históricamente altos. Esta inversión, impulsada por condiciones favorables de financiamiento externo y por los elevados precios internacionales de los bienes básicos, ha sido dirigida al sector minero-energético y a otros grupos, como servicios, comercio e

Gráfico 52
Índices de tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

La tasa de ahorro también ha aumentado, pero a un menor ritmo que la tasa de inversión.

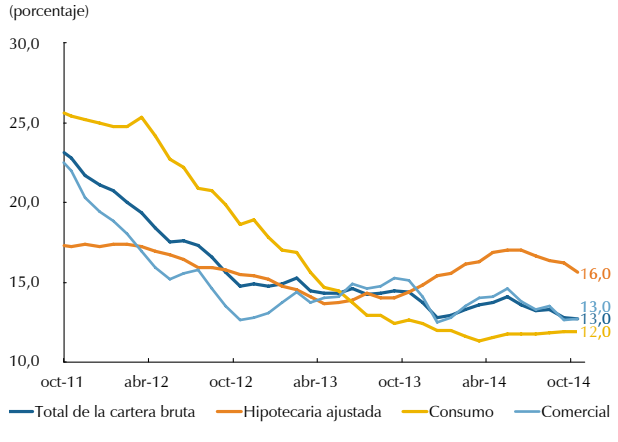
industria. La tasa de ahorro aumentó a menor ritmo, pero se encuentra algo por encima de su promedio histórico. La nueva información del primer semestre y los datos recientes sugieren un comportamiento similar en 2014, hechos que explicarían la ampliación del déficit corriente.

En el mediano plazo el comportamiento de la cuenta corriente dependerá, principalmente, de factores externos. Uno de ellos es la posible normalización de la tasa de interés en los Estados Unidos que, de ocurrir, incrementaría el costo del financiamiento y desincentivaría el uso de ahorro externo. También influirá la tendencia decreciente de los precios de los bienes básicos, en especial del petróleo, y su efecto negativo sobre la prima de riesgo país, la inversión extranjera directa y el ingreso nacional. Por último, el cambio en la tendencia de la TCR que, de continuar depreciándose, estimularía al sector exportador no tradicional en detrimento de las compras externas. De la magnitud, velocidad y persistencia con la que se materialice cualquiera de estos factores, dependerá la convergencia del déficit de la cuenta corriente hacia niveles más coherentes con sus fundamentales de largo plazo.

B. ENDEUDAMIENTO

Durante el tercer trimestre de 2014 la cartera de los establecimientos de crédito se desaceleró y creció a tasas cercanas al 13% anual, inferiores a las observadas entre abril y junio (13,8% en promedio) (Gráfico 53). La reducción en el ritmo de expansión se explica por el comportamiento de la cartera comercial, que representa alrededor del 60% del total del saldo de préstamos del sistema financiero. La información disponible relacionada con otras fuentes de financiamiento de las empresas, como las emisiones de bonos o el endeudamiento externo, no evidencia una sustitución del crédito bancario.

Gráfico 53
Cartera bruta por modalidad[a/]
(variación anual)



a/ Información al 17 de octubre de 2014. Incluye cartera en moneda legal y moneda extranjera y titularizaciones de cartera hipotecaria; no incluye operaciones relacionadas con venta de cartera para manejo por medio de derechos fiduciarios.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

En cuanto al crédito a los hogares, entre julio y septiembre se mantuvo el ritmo de crecimiento de los préstamos para consumo y se redujo el de los hipotecarios (Gráfico 53). De acuerdo con el *Reporte sobre la Situación del Crédito en Colombia* de septiembre, los bancos perciben una buena demanda por estos tipos de créditos, pero un poco menor a la observada en el segundo trimestre. Lo anterior, a pesar de la débil transmisión de los aumentos de la tasa de interés de referencia hacia las tasas de los préstamos. Según el mismo reporte, entre julio y septiembre los establecimientos encuestados percibieron un aumento en la oferta de crédito, aunque en algunos casos menor al de un trimestre atrás, y acompañado de incrementos en las exigencias para el otorgamiento.

Desde el punto de vista de los riesgos a la estabilidad macroeconómica, es sano observar una moderación en

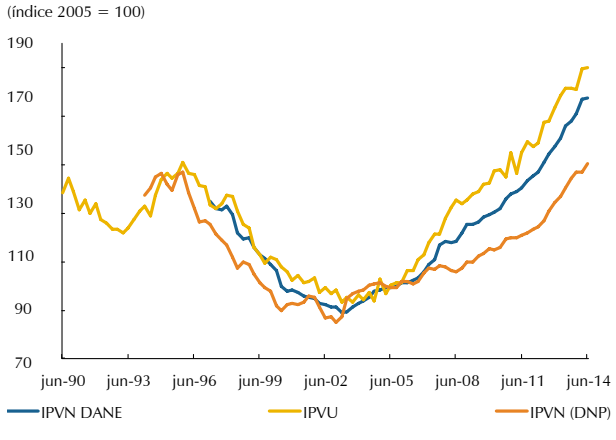
el crecimiento del endeudamiento del sector real, y particularmente de los hogares. Como se indica en el *Reporte de Estabilidad Financiera*, la carga financiera de las familias (pago de intereses más amortizaciones) ha aumentado en los últimos años y se ubica en 9,1% del ingreso disponible. Asimismo, el nivel de endeudamiento total de los hogares, incluyendo los créditos y las operaciones de *leasing* de vivienda y consumo con los establecimientos de crédito, con el Fondo Nacional del Ahorro y con las cooperativas de ahorro y crédito ha alcanzado máximos históricos (17,5% del PIB y 27,9% del ingreso disponible). Esto pone a los agentes en una situación vulnerable ante cambios en las condiciones económicas (por ejemplo, un aumento en la tasa de desempleo).

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

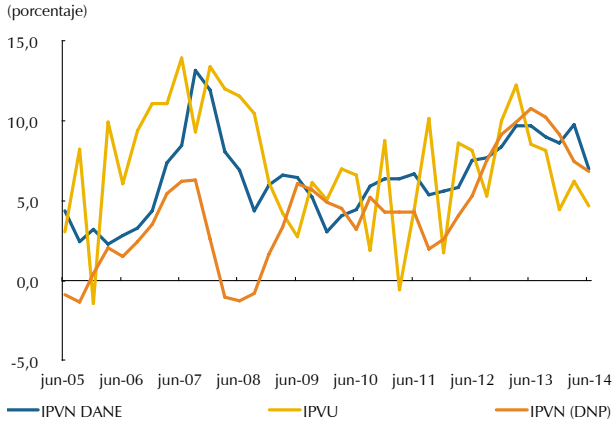
A junio de 2014 los precios de la vivienda en Colombia continuaron mostrando incrementos por encima de la inflación desde niveles históricamente altos; sin embargo, se ha observado una desaceleración en el último año (Gráfico 54). En Bogotá y Bucaramanga, las ciudades donde se habían alcanzado las mayores valorizaciones, es más clara esta tendencia de un menor ritmo de crecimiento en los precios de la vivienda.

Gráfico 54
Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)

A. Índices



B. Variación anual



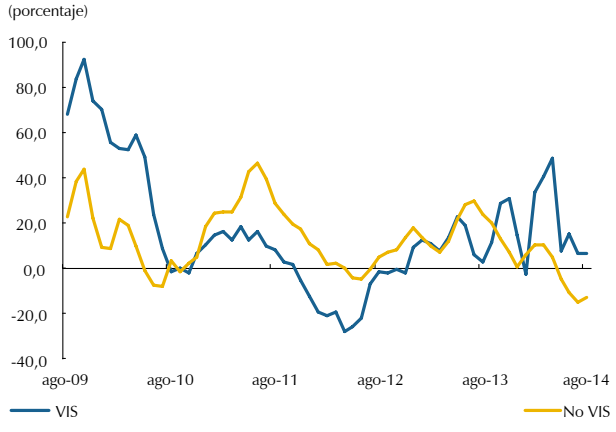
Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

En cuanto a las cantidades, las cifras de la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol) muestran una disminución en las ventas de vivienda nueva del segmento diferente de la vivienda de interés social (no VIS) en los últimos meses (Gráfico 55), con una estabilización en el número de unidades disponibles para la venta (Gráfico 56). Vale la pena mencionar que la vivienda no VIS representa cerca del 60% del mercado de vivienda nueva (en unidades).

Para la vivienda de interés social (VIS), por el contrario, el dinamismo se mantiene y continúan observándose tasas de crecimiento positivas y significativas (cerca de 7% anual, según Camacol) (Gráfico 55). Esto, en buena parte, impulsado por las políticas gubernamentales.

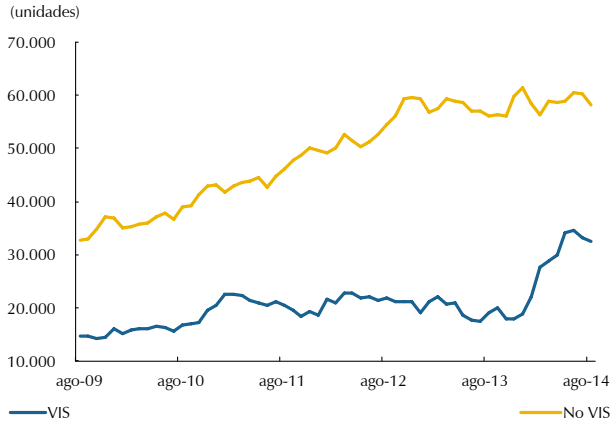
Si bien persisten varios de los problemas de oferta que han contribuido al incremento en los precios de la vivienda (por ejemplo, la escasez de suelo o los problemas con el licenciamiento) algunos de los factores que generaban presión al alza por el lado de la demanda han cedido en los últimos meses. En particular: i) el costo de financiación se ha incrementado para una parte importante del mercado, debido al fin

Gráfico 55
Unidades de vivienda nueva vendidas
(promedio móvil tres meses)
(variación anual)



Fuente: Camacol.

Gráfico 56
Unidades de vivienda nueva disponibles para la venta



Fuente: Camacol.

de los subsidios a la tasa de interés para la compra de vivienda de entre $79 millones y $197,5 millones; ii) la reciente depreciación del tipo de cambio le da un mayor atractivo a las inversiones en moneda extranjera en detrimento de las inversiones en finca raíz local; iii) la disminución en la variación anual de los arriendos ha reducido el retorno de la viviendas para alquiler, y iv) la misma reducción en el ritmo de crecimiento de los precios de la vivienda, lo cual modera las expectativas de valorizaciones futuras y, por tanto, disminuye la rentabilidad esperada de la vivienda como inversión.

Hacia adelante se espera que se mantenga el fuerte dinamismo en la vivienda de interés social, dados los recientes anuncios del gobierno sobre programas de estímulo —por ejemplo, Mi Casa Ya[18]— enfocados a dicho segmento. En el caso de la vivienda no VIS, de mantenerse los factores mencionados, y de completarse la transmisión del incremento en las tasas de interés, cabe esperar que la moderación en el aumento en los precios continúe.

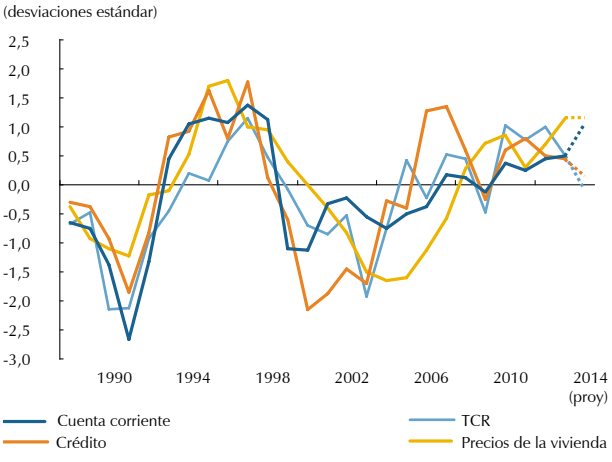
D. ESTIMACIONES DE LARGO PLAZO E ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

Acorde con la evolución de las variables presentadas en este capítulo, la información disponible más reciente muestra que: i) el déficit en la cuenta corriente se amplió en la primera mitad del año; ii) desde agosto la TCR ha corregido parcialmente la apreciación que presentó entre marzo y julio, y iii) el crédito y los precios de la vivienda redujeron su ritmo de expansión.

Los nuevos cálculos del equipo técnico del Banco muestran una menor diferencia entre la TCR y el crédito observados y sus respectivos niveles estimados de largo plazo, mientras que en los precios de la vivienda dicha diferencia se habría mantenido. Por su parte, la brecha de la cuenta corriente se habría ampliado (Gráfico 57). Con esto, el índice de desbalance macroeconómico (IDM) sería ligeramente inferior al de un año atrás (Gráfico 58).

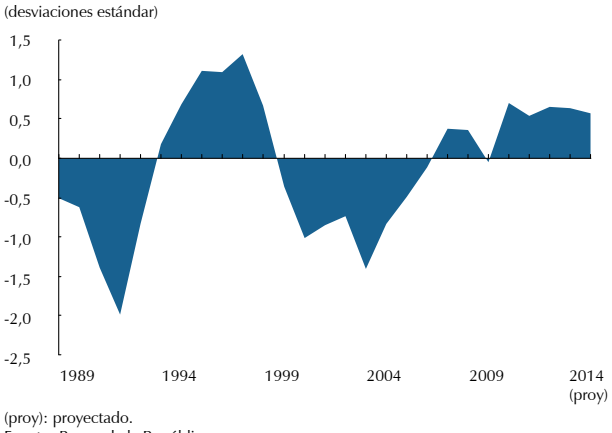
18 Mi Casa Ya es un programa dirigido a hogares con ingresos entre dos y cuatro salarios mínimos, que apoya la compra de vivienda nueva de hasta $86 millones; una parte para la cuota inicial y otra para el pago de intereses.

Gráfico 57
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y el crédito



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

Gráfico 58
Índice de desbalance macroeconómico



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

En el mediano plazo, es probable que la materialización de algunos choques externos mencionados en este capítulo, como la normalización de las tasas de interés en los Estados Unidos, contribuyan a que variables como la cuenta corriente, la TCR, el crédito y los precios de la vivienda converjan a sus niveles de largo plazo. Dicha convergencia dependerá, en gran parte, de la velocidad, persistencia y magnitud de los mismos.

Anexo

Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros

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

1. Proyecciones para 2014

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

Cuadro A1
Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros para 2014

	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 en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	5,00	3,40	2.100	4,80	n.d.	n.d.
Anif [a/]	4,60	3,30	n.d.	4,60	2,40	9,1
Banco de Bogotá	4,83	3,43	1.975	4,59	2,30	9,1
Bancolombia [a/]	4,70	3,30	2.025	4,60	2,40	8,5
BBVA Colombia [a/]	4,90	3,45	2.050	4,30	2,41	9,2
BGT Pactual	4,80	3,50	2.010	n.d.	2,30	9,0
Corficolombiana	5,00	3,20	1.875	4,75	2,40	n.d.
Corpbanca [b/, c/]	4,82	3,42	2.020	4,75	2,30	8,4
Corredores Asociados	4,80	3,63	2.000	4,45	2,40	n.d.
Correval	5,00	3,40	2.000	4,60	1,40	9,1
Davivienda	4,80	3,63	2.030	4,50	2,30	8,5
Fedesarrollo [a/]	4,70	3,30	2.061	4,87	2,40	8,9
Ultrabursátiles	4,80	3,31	2.093	4,50	n.d.	9,0
Promedio	**4,83**	**3,41**	**2.019,9**	**4,61**	**2,27**	**8,9**
Analistas externos						
Citi	4,80	3,20	2.050	4,50	2,30	9,5
Deutsche Bank	5,00	3,20	1.970	n.d.	2,40	n.d.
Goldman Sachs	5,00	3,50	2.000	n.d.	2,30	n.d.
JP Morgan	5,00	3,30	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Promedio	**4,95**	**3,30**	**2.006,7**	**4,50**	**2,33**	**9,5**

n. d.: no disponible
a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.
b/ Tasa de desempleo promedio del año.
c/ Antiguo Banco Santander.
Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros para 2015

	Crecimiento del PIB real	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal
	(porcentaje)		fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,60	3,20	2.300
Anif	4,30	3,20	n.d.
Banco de Bogotá	4,62	3,00	2.025
Bancolombia	4,50	3,40	2.150
BBVA Colombia	4,76	3,30	2.080
BGT Pactual	4,50	3,30	2.100
Corficolombiana	4,70	3,00	1.975
Corpbanca [a/]	4,92	3,23	2.100
Corredores Asociados	4,70	3,42	2.075
Correval	4,70	3,20	2.050
Davivienda	4,50	3,41	2.125
Fedesarrollo	4,50	3,40	2.085
Ultrabursátiles	4,60	2,96	2.160
Promedio	4,61	3,23	2.102,1
Analistas externos			
Citi	4,50	3,00	2.075
Deutsche Bank	4,80	3,20	n.d.
Goldman Sachs	4,20	3,00	2.116
JP Morgan	4,50	3,00	n.d.
Promedio	**4,50**	**3,05**	**2095,5**

n. d.: no disponible.
a/ Antiguo Banco Santander.
Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén una inflación del 3,4%, mientras que los extranjeros prevén un incremento de 3,3% en los precios al finalizar el año. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2014 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de $2.020, frente a los $1.948 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los $2.007 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,6%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 8,9%.

2. Proyecciones para 2015

Para 2015 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 4,6% y los extranjeros uno de 4,5%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,2% y 3,1%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de $2.102 y $2.096, respectivamente.