



INFORME SOBRE  
 INFLACIÓN

---

Septiembre de 2011

ISSN - 1657 - 7973



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

Septiembre de 2011\*

\* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,  
para su reunión del 28 de octubre de 2011.

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

ISSN - 1657 - 7973



# LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

## OBJETIVOS

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

## HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

## PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

## COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

# CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Coyuntura internacional	15
B. Balanza de pagos en Colombia	25
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	28
A. El PIB en el segundo trimestre de 2011	28
B. Pronóstico de corto plazo del PIB	31
III. Desarrollos recientes de la inflación	37
A. La inflación básica	39
B. La inflación de alimentos	42
Recuadro 1: La nueva fórmula de la gasolina y su posible impacto sobre la inflación al consumidor	44
IV. Pronósticos de mediano plazo	48
A. Crecimiento económico	48
B. Inflación	53
Recuadro 2: Movimientos de la tasa de cambio y su impacto en la inflación: ¿qué dice el modelo <i>Patacon</i> ?	59
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	63
A. Evolución de los precios de la vivienda	64
B. Evolución del crédito	66
C. Déficit en cuenta corriente	67
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	69

# ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Indicadores de actividad real de la zona del euro (PMI)	16
Gráfico 2	PIB real de los Estados Unidos y revisión	17
Gráfico 3	Índices de producción industrial para algunas economías de Asia	18
Gráfico 4	Índice de actividad real de Brasil	18
Gráfico 5	<i>Credit default swap</i> (CDS) a 5 años para algunos bancos europeos	19
Gráfico 6	Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios	20
Gráfico 7	<i>Credit default swap</i> (CDS) de algunos países de América Latina a 5 años	20
Gráfico 8	Índice de tasas de cambio en algunos países de América Latina	20
Gráfico 9	Índice de precios de alimentos de la FAO	21
Gráfico 10	Precios internacionales del petróleo	21
Gráfico 11	Inflación en las economías desarrolladas	21
Gráfico 12	Inflación en algunas economías de América Latina	22
Gráfico 13	Exportaciones totales	25
Gráfico 14	Exportaciones industriales sin productos básicos	26
Gráfico 15	Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador y resto	26
Gráfico 16	Importaciones de bienes (FOB)	27
Gráfico 17	Producto interno bruto	29
Gráfico 18	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	31
Gráfico 19	Tasa de desempleo (TD)	32
Gráfico 20	Tasas de interés reales de los hogares	32
Gráfico 21	Indicador de confianza del consumidor	32
Gráfico 22	Total comercio minorista sin combustibles	33
Gráfico 23	Tasas reales de interés del crédito comercial	33
Gráfico 24	Índice de producción industrial sin trilla de café	34
Gráfico 25	Indicadores de pedidos y existencias de la industria	34
Gráfico 26	Imaco: líder 5 meses del PIB	35
Gráfico 27	Inflación total al consumidor	37
Gráfico 28	Indicadores de inflación básica	40
Gráfico 29	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	40
Gráfico 30	IPC de regulados y sus componentes	40
Gráfico 31	IPC de no transables	41
Gráfico 32	Promedio de incremento en el canon de arrendamiento de las viviendas desocupadas que se volvieron a arrendar	41
Gráfico 33	IPP según procedencia	42
Gráfico 34	Salarios nominales	42
Gráfico 35	IPC de alimentos	42
Gráfico 36	IPC de alimentos por grupos	43
Gráfico 37	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	51
Gráfico 38	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	51
Gráfico 39	<i>Fan chart</i> de la bracha del producto	52
Gráfico 40	Pronóstico de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa	55
Gráfico 41	Encuesta trimestral de expectativas Inflación observada y expectativas de inflación	55
Gráfico 42	Expectativas de inflación derivadas de los TES	55
Gráfico 43	<i>Fan chart</i> de la inflación total	56

Gráfico 44	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	56
Gráfico 45	Índices de precios de la vivienda relativo al IPC	64
Gráfico 46	Índices de precios de la vivienda en Colombia relativo al IPC	65
Gráfico 47	IPVU en Bogotá por estratos relativo al IPC	65
Gráfico 48	A. Histograma del ciclo del precio del suelo B. Histograma del crecimiento del precio del suelo	66
Gráfico 49	A. Cartera hipotecaria real más titularizaciones B. Cartera de consumo real	67
Gráfico 50	Cartera de los hogares sobre PIB	67
Gráfico 51	A. Razón cartera a PIB: ciclo y su distribución por deciles B. Cartera real total bruta	68
Gráfico 52	Cuenta corriente observada	68
Gráfico 53	Cuenta corriente	68

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento económico para 2011	19
Cuadro 2	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	23
Cuadro 3	Pronósticos para los bienes básicos exportados por Colombia	24
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	29
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	30
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	38



# EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

El resultado de la inflación anual al consumidor de septiembre (3,73%) fue mayor a lo previsto por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. El IPC de alimentos, que desde mayo tiene un comportamiento creciente en su variación anual, volvió a explicar la mayor parte de la aceleración de la inflación. La canasta de regulados también contribuyó a este ritmo de la inflación, pero en menor medida.

En septiembre y a lo largo del tercer trimestre el aumento anual del IPC de alimentos fue atribuible, en gran parte, al grupo de perecederos (las alzas en el precio de la papa acumulan 41% desde junio). Este fenómeno transitorio, que obedece a problemas de oferta por factores climáticos, debería diluirse hacia finales de año o comienzos de 2012.

La variación anual del IPC sin alimentos también aumentó en septiembre, al igual que el resto de medidas de inflación básica. Desde septiembre de 2010 el promedio de estos indicadores ha presentado una tendencia creciente, con algunas interrupciones como las observadas en los meses de febrero y agosto pasados. En septiembre del presente año, todos los indicadores de inflación básica se encuentran dentro del rango meta de inflación (entre 2% y 4%).

Dentro del IPC sin alimentos el incremento más fuerte se concentró en la canasta de regulados, generado principalmente por el aumento en el precio de la energía eléctrica en la ciudad de Cali. Es posible que esta alza se revierta en los próximos meses. Los otros componentes de regulados presentaron aumentos más moderados o estabilidad.

Respecto a los IPC de transables y no transables sin alimentos ni regulados, los resultados de septiembre no presentaron grandes sorpresas frente a lo proyectado. En el primer caso, volvió a presentarse una leve tendencia ascendente en su variación anual, que coincide con la depreciación del peso observada en los últimos dos meses. Los no transables, por su parte, permanecieron relativamente estables.

Los anteriores resultados afectaron las diferentes medidas de expectativas de inflación, las cuales aumentaron levemente, pero continúan con tasas anuales dentro del rango meta de inflación. Las proyecciones del equipo técnico indican que la inflación anual puede volver a aumentar, pero dicha tendencia se revertiría hacia finales de año para ubicarse en la parte superior del rango meta.

En materia de crecimiento, la nueva información disponible para el tercer trimestre de 2011 sugiere que la economía colombiana se habría expandido a una tasa mayor a la observada en el primer semestre. Al igual que en la primera mitad del año, la dinámica del tercer trimestre habría estado impulsada por la demanda interna, tanto la de consumo como de la inversión.

En lo referente al consumo, las importaciones y el comercio destinados a este grupo de gasto, así como el nivel del índice de confianza del consumidor y la menor tasa de desempleo, indican que el gasto de los hogares continúa con un buen ritmo de expansión. La inversión también tiene perspectivas favorables, lo que se puede inferir de las importaciones de bienes de capital tanto de maquinaria como de equipo de transporte. La producción nacional de estos bienes, si bien se ha desacelerado, aún continúa mostrando tasas positivas. El elevado aumento de las licencias de construcción, otorgadas especialmente para vivienda, también son indicios del dinamismo de la inversión.

Otro factor que estaría impulsando el consumo y la inversión es el crédito, el cual crece a una tasa anual muy superior al aumento del PIB nominal estimado para 2011. El tipo de crédito a los hogares más dinámico es el de consumo, seguido del hipotecario. La cartera comercial también muestra variaciones anuales importantes. Lo anterior se viene presentando junto a unas tasas reales de interés de préstamos que se mantienen por debajo de sus promedios históricos (exceptuando la de tarjetas de crédito).

En cuanto a la demanda externa, las perspectivas de crecimiento mundial de las economías desarrolladas, en especial de las europeas, no son favorables. En efecto, durante el tercer trimestre del año se incrementaron los temores sobre la sostenibilidad de la deuda pública en los países de la periferia europea. Esta situación, que amenaza además la estabilidad del sistema financiero en esa región, aumentó la probabilidad de que se presente una nueva recesión en Europa.

Las economías emergentes de Asia y América Latina continúan creciendo a tasas altas, aunque algunas lo hacen a un ritmo menor. Los precios internacionales de los principales bienes básicos que producen estas economías disminuyeron, aunque se mantienen en niveles elevados. En este contexto, los términos de intercambio de Colombia también se redujeron un poco; sin embargo, se mantienen en niveles que impulsan el ingreso nacional.

Pese a un panorama internacional menos favorable, hasta agosto las exportaciones en dólares de Colombia continuaban creciendo a una tasa anual importante (50% anual). Esta dinámica se originó por las mayores ventas de productos básicos de

origen minero (petróleo crudo y sus derivados, carbón, ferróniquel y oro) que aumentaron 60% anual. Las exportaciones de bienes básicos de origen agrícola (café, banano y flores) presentaron una variación anual menor (4,2%). Las ventas externas sin los anteriores productos básicos mostraron un crecimiento anual significativo (41%). En todas las anteriores clasificaciones se observaron incrementos anuales en las cantidades exportadas, con excepción en la de los bienes básicos de origen agrícola.

Por todo lo anterior, el equipo técnico espera que el crecimiento anual del PIB en el tercer trimestre de 2011 se sitúe en un intervalo entre 5,9% y 7,2%. Para todo 2011 el intervalo estimado está entre 5% y 6%, con 5,5% como cifra más probable.

En síntesis, por el lado de la demanda interna, la economía colombiana exhibe un importante crecimiento. Si la confianza y los precios internacionales de los principales productos de exportación continúan en niveles altos, sería de esperar que el fuerte dinamismo en la demanda se prolongue hacia los próximos trimestres y genere presiones de capacidad. Esto último podría dar paso a una situación de exceso de demanda que produzca presiones inflacionarias. Asimismo, el crédito a las empresas y a los hogares crece a tasas elevadas y supera ampliamente el crecimiento del PIB nominal. Por su parte, los índices de precios de la vivienda nueva y usada ya superaron sus niveles históricos.

Las anteriores condiciones internas sugieren que el retiro del estímulo monetario iniciado en febrero del presente año debería continuar. Sin embargo, al hacer un balance de la situación interna y externa, en las reuniones de agosto, septiembre y octubre la Junta consideró prudente mantener inalterado la tasa de interés de referencia. Lo anterior, teniendo en cuenta la alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales y su potencial efecto negativo sobre el crecimiento de la economía mundial en general, y de la colombiana en particular.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de la situación internacional, del comportamiento y proyecciones de la inflación, el crecimiento, el comportamiento de los mercados de activos y reitera que la política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

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



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

**Elaborado por:**

Departamento de Programación e Inflación  
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

**Gerente**

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

**Subgerente**

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

**Director**

Sección de Inflación (\*)

Adolfo León Cobo

**Jefe**

Óscar Iván Ávila

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Anderson Grajales

Daniel Parra

José David Pulido

(\*) En la elaboración de este informe colaboraron Rocío Betancourt (jefa de sección), Carolina Arteaga, Luis Hernán Calderón, Daira Garrido, y Joan Granados, de la Sección de Programación Macroeconómica; Julián Pérez y Sergio Olarte, asistentes de la Dirección; Eliana González, jefa de la Sección de Estadística; Andrés González (director), Diego Rodríguez (jefe de sección), Christian Bustamante, Martha López, Sergio Ocampo, Norberto Rodríguez, y Óscar Soler del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Enrique López, investigador principal de la Unidad de Investigaciones; Evelyn Tique, Juan Sebastián Amador y Mónica Mahecha, estudiantes en práctica.

# I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

**Durante el tercer trimestre del año la actividad económica global continuó** desacelerándose, en especial en los países desarrollados como consecuencia del deterioro en la confianza de empresarios y consumidores.

**La incertidumbre alrededor del manejo de la deuda pública en Europa siguió** afectando la percepción de riesgo y el retorno de los activos financieros alrededor del mundo.

**En este informe se redujeron los pronósticos de crecimiento** de varios socios comerciales de Colombia para este año y el próximo.

## A. COYUNTURA INTERNACIONAL

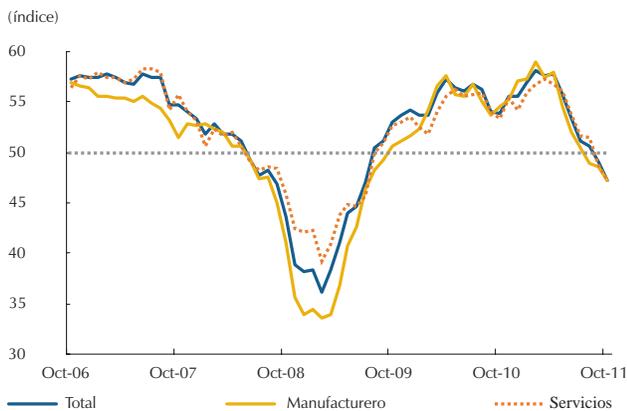
### 1. Actividad real

Como se anticipó en el *Informe sobre Inflación* anterior, el detrimento en la confianza de empresarios y consumidores continuó afectando el comportamiento de las principales economías desarrolladas, en especial las de la zona del euro. La falta de consenso político por parte de las autoridades europeas y la dilatación en las decisiones continuó incrementando la incertidumbre en los mercados globales. Aunque los recientes anuncios sobre la capitalización de la banca europea y la reducción de la deuda de Grecia han ayudado a recuperar la confianza de los inversionistas, se mantienen dudas sobre la forma como los acuerdos serán cumplidos<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cuando se redactaba este informe las autoridades europeas anunciaron un nuevo plan de ayuda para Grecia, al igual que un paquete de medidas que busca fortalecer el sistema financiero de la región y evitar que el nerviosismo en los mercados financieros continúe. Los anuncios del pasado 27 de octubre plantean una recapitalización de la banca comercial europea, un incremento en el fondo de rescate, y una mayor participación del sector privado en la reestructuración de la deuda griega.

Gráfico 1  
Indicadores de actividad real de la zona del euro  
(PMI)<sup>a/</sup>



a/ PMI: purchasing managers index.  
Fuente: Bloomberg.

En la zona del euro la expansión económica relativamente alta de los primeros tres meses, gracias al dinamismo en Alemania y Francia, se disipó con los datos del segundo trimestre, que dejaron al descubierto la debilidad de estas economías y evidenciaron un estancamiento en la actividad real. Para el tercer trimestre la información es menos alentadora aún, ya que las exportaciones se han desacelerado en los últimos meses y su tendencia muestra un comportamiento negativo; asimismo, las expectativas de empresarios y consumidores se han debilitado considerablemente desde julio y en algunos casos muestran señales de contracción (Gráfico 1).

Las economías más golpeadas en Europa siguen siendo las de la periferia. En estos países los indicadores de actividad real no muestran señales positivas y las tasas de desempleo permanecen en máximos históricos; a lo que se le suma la aplicación de nuevos paquetes de ajuste fiscal. De continuar el debilitamiento en las demandas interna y externa, la producción podría ser menor a la esperada, lo cual implicaría revisiones a las metas fiscales y aumentaría las dudas sobre la solvencia de estas economías. Dicho riesgo sería menor si los planes de recorte fiscal están acompañados de mecanismos que permitan incrementar la productividad de las economías y, por esta vía, su nivel de ingreso.

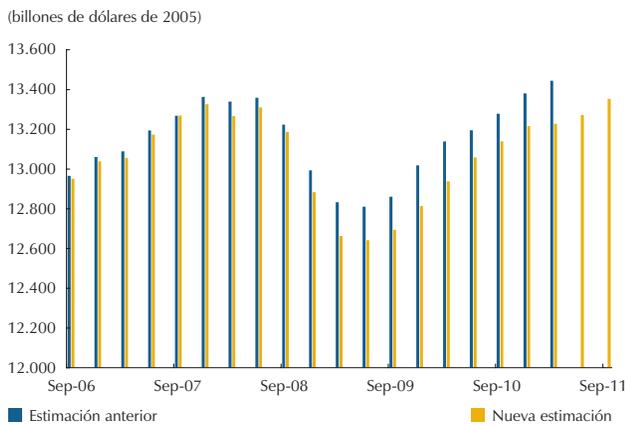
Para el próximo año la situación es aún menos prometedora, pues es cuando el grueso de las medidas de ajuste fiscal entrará en vigencia. Si a esto se suma una confianza de consumidores e inversionistas deprimida y un menor crecimiento de otras regiones (como se espera), es posible que la economía europea experimente algunos trimestres de contracción. A diferencia de lo que ocurrió en 2008 y 2009, en esta ocasión no hay mucho margen para efectuar políticas macroeconómicas contracíclicas.

En los Estados Unidos los datos de crecimiento del producto interno bruto (PIB) para el tercer trimestre, dados a conocer recientemente, sugieren una tendencia más favorable que la observada en Europa y que la inicialmente prevista, lo cual hace menos probable un recesión en los próximos trimestres. De acuerdo con cifras preliminares, en dicho período la economía creció 2,5% trimestral anualizado (t.a.), cifra superior a la reportada en el segundo trimestre (1,3% t.a.) y a lo esperado por el mercado (Gráfico 2)<sup>2</sup>. El mayor crecimiento del producto se explica por una aceleración en el gasto de los hogares (2,4%), especialmente en bienes durables (4,3%), al igual que por un aumento en la inversión no residencial, que

*Las perspectivas de crecimiento económico en la zona del euro son limitadas y no se descartan trimestres de recesión.*

2 La revisión reportada en el mes de agosto es resultado de la implementación de nuevas metodologías, y de la introducción de nuevas fuentes de información.

Gráfico 2  
PIB real de los Estados Unidos y revisión



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

completó dos trimestres creciendo por encima del 10%<sup>3</sup>. El incremento en el consumo de bienes durables es, en parte, consecuencia de la normalización de la cadena de suministros en Japón, la cual influyó sobre el comportamiento de este rubro durante el segundo trimestre.

A pesar del mejor comportamiento del consumo, subsisten dudas sobre la capacidad de la economía estadounidense para mantener su crecimiento hacia el futuro. En primer lugar, la confianza de los consumidores resultó fuertemente golpeada en el tercer trimestre por la situación europea y por el manejo del presupuesto en los Estados Unidos. En segundo lugar, los niveles de endeudamiento de los hogares siguen siendo altos y el empleo aún no se recupera:

la creación de empleo neta permanece débil, las solicitudes iniciales de seguro de desempleo no bajan de 400.000, mientras que la tasa de desempleo continúa por encima de 9%. En tercer lugar, hay que tener en cuenta que el mejor desempeño del consumo en el tercer trimestre fue resultado de una caída en la tasa de ahorro más que de un aumento en el ingreso disponible, tendencia que no es sostenible en el largo plazo.

También es importante señalar que el mercado de vivienda continúa deprimido. Los precios de la finca raíz volvieron a caer en agosto, y aunque las ventas de vivienda nueva aumentaron ligeramente en septiembre, sus niveles permanecen bajos, por lo que es muy prematuro anunciar un cambio a favor de tendencias expansivas. Si a lo anterior se suma el debilitamiento en la demanda externa y la falta de consenso político en relación con el manejo de las cuentas fiscales, el crecimiento del PIB podría ser modesto en 2012.

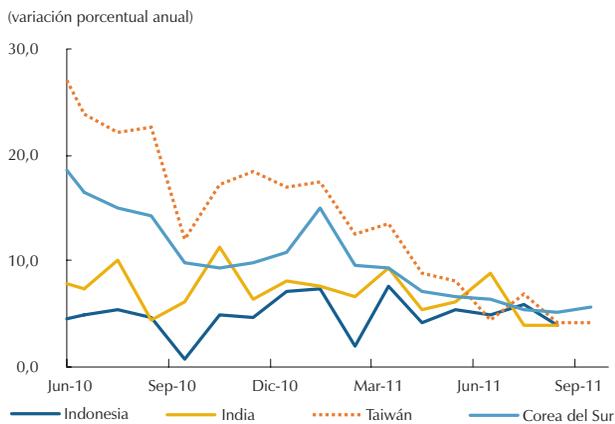
Para el caso de las economías emergentes la situación no es tan delicada. Buena parte de estas ha empezado a reducir su ritmo de expansión como consecuencia del desmonte programado de los estímulos monetarios y fiscales. La moderación en los indicadores de actividad económica ha contribuido a reducir los riesgos de sobrecalentamiento que se venían presentando en estos países, aunque estos no se han disipado del todo, ya que en muchas de estas economías el crédito sigue expandiéndose a tasas altas.

En el grupo de economías de Asia emergente, países como la India, Corea del Sur e Indonesia han registrado aumentos en su producción industrial de alrededor del 5% anual en julio y agosto (Gráfico 3). Por su parte, China volvió a desacelerarse en el tercer trimestre del año, pasando de una tasa de crecimiento

*Las economías emergentes siguen expandiéndose, pero a un ritmo menor que el del año pasado, como respuesta a las políticas monetarias y fiscales más restrictivas.*

3 Es importante aclarar que la información de crecimiento económico para el tercer trimestre en los Estados Unidos se publicó cuando se redactaba este informe, por lo que no se tuvo en cuenta al momento de construir los pronósticos presentados más adelante.

Gráfico 3  
Índices de producción industrial para algunas economías de Asia



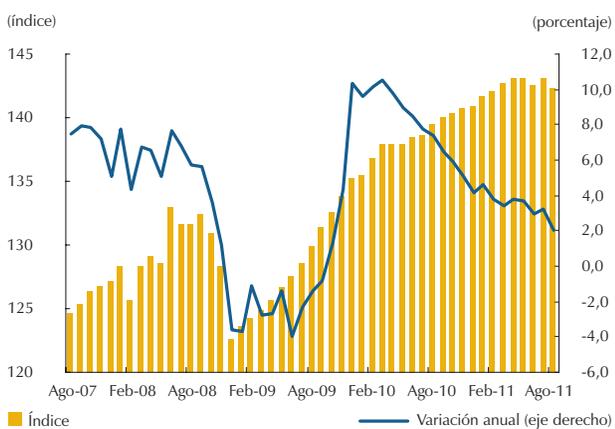
Fuente: Bloomberg.

anual del 9,5% en el segundo trimestre a una de 9,1% en el tercero. Pese a la menor expansión del producto, esta es consistente con un aterrizaje suave de la economía, y por el momento no representa una amenaza adicional para el crecimiento mundial. Otros indicadores sobre su actividad real evidenciaron que la industria y las exportaciones continuaron expandiéndose a un buen ritmo durante el tercer trimestre. De todas maneras, es conveniente tener en cuenta que en ese país han continuado aumentando los riesgos que pesan sobre el sector inmobiliario, y las medidas impuestas por las autoridades monetarias han comenzado a afectar la liquidez de corto plazo de las empresas.

En relación con las economías de América Latina, es importante resaltar el comportamiento de Brasil, cuyos indicadores de actividad real muestran que el crecimiento de la producción ha disminuido considerablemente en el transcurso del año y confirman que la economía ha perdido el dinamismo presentado durante 2010. De acuerdo con el más reciente informe de inflación del Banco Central de Brasil, la desaceleración en la economía ha sido consistente con el aumento en la tasa de interés de intervención, aunque ha sido más pronunciada que lo esperado. Ello, debido al deterioro en la demanda externa y a una caída en la confianza de empresarios y consumidores, lo cual se explica por el complicado panorama mundial (Gráfico 4).

Por su parte, en Chile, Ecuador y Perú el crecimiento durante el primer semestre del año fue superior a su promedio histórico. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre continuaron con una dinámica positiva, aunque menor que la presentada meses atrás. Para lo que resta del año se espera una nueva moderación de su dinámica como consecuencia de los menores precios de los bienes básicos.

Gráfico 4  
Índice de actividad real de Brasil



Fuente: Banco Central de Brasil.

Dado todo lo anterior, los analistas han continuado reduciendo los pronósticos de crecimiento de los Estados Unidos y de la zona del euro para este año y el próximo (Cuadro 1). Parte de las fuertes reducciones en las proyecciones para la economía estadounidense obedecen a una importante revisión a la baja del PIB, publicada meses atrás. De acuerdo con la nueva información, la contracción del producto durante la más reciente recesión fue mayor que la estimada inicialmente, y el ritmo de recuperación fue más lento. Según estas cifras, al segundo trimestre la producción aún no alcanzaba los niveles previos a la crisis, como se había reportado anteriormente.

Así las cosas, la expansión económica mundial seguirá liderada por las economías emergentes. Dado el

Cuadro 1  
Proyecciones de crecimiento económico para 2011

	Consenso analistas				FMI	
	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Junio	Septiembre
Mundo	3,5	3,4	3,3	3,1	4,3 <sup>a/</sup>	4 <sup>a/</sup>
Estados Unidos	2,6	2,4	1,9	1,8	2,6	1,5
Japón	(0,5)	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,5)
Zona del euro	2,0	2,0	1,8	1,7	2,0	1,6
Francia	2,0	2,0	1,9	1,7	2,1	1,7
Alemania	3,3	3,4	3,2	3,0	3,2	2,7
Italia	0,9	0,9	0,8	0,7	1,0	0,6

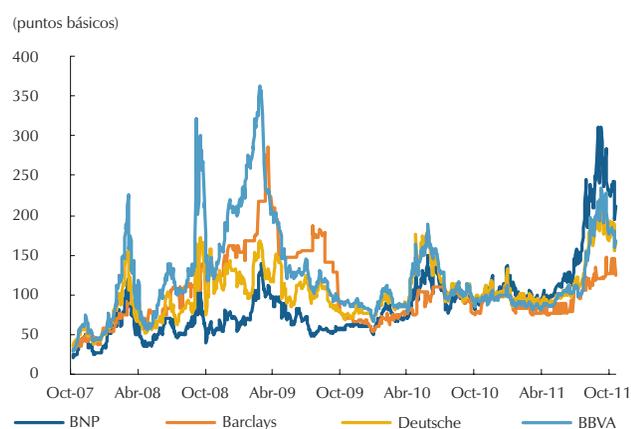
a/ Cifras ajustadas por paridad del poder adquisitivo (PPA).  
Fuentes: Consensus Forecast y FMI.

debilitamiento de las economías desarrolladas, su motor de crecimiento deberá ser la demanda interna, a diferencia de lo observado en 2010.

## 2. Mercados financieros

El tercer trimestre del año estuvo marcado por una alta volatilidad en los mercados internacionales, debido a los problemas de deuda soberana en Europa y los Estados Unidos. En estos meses, incluyendo octubre, se presentaron fuertes retrocesos en los principales mercados accionarios, que estuvieron acompañados por aumentos en las primas de riesgo de la mayoría de países. Los principales afectados, en términos de retorno y percepción de riesgo, fueron los bancos comerciales europeos, cuyo valor de mercado se redujo significativamente entre julio y septiembre, acumulando pérdidas cercanas al 40% en el valor de sus acciones. Asimismo, algunas primas de riesgo, calculadas mediante los *credit default swaps* (CDS), superaron los máximos alcanzados en 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers (Gráfico 5).

Gráfico 5  
Credit default swap (CDS) a 5 años para algunos bancos europeos

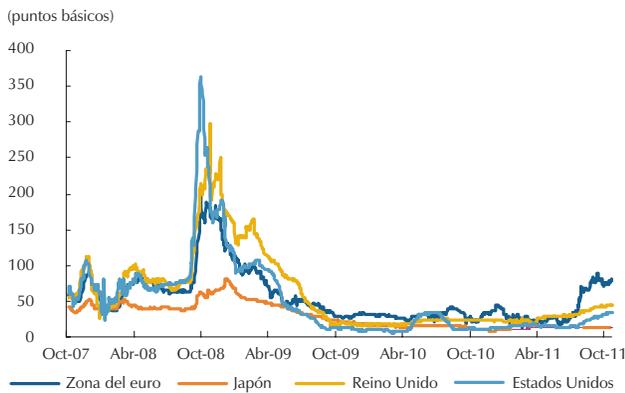


Fuente: Bloomberg.

Cabe señalar que el sistema financiero europeo está altamente expuesto a la deuda soberana de los países de la periferia. Por ejemplo, la banca francesa posee un porcentaje relativamente alto de la deuda pública de Grecia e Italia: 13% y 17% de todas las emisiones de estos países, respectivamente. Los bancos alemanes, aunque en menor cuantía, también son vulnerables a la misma situación, por cuanto poseen el 6% de la deuda de Grecia y el 7% de la Italia.

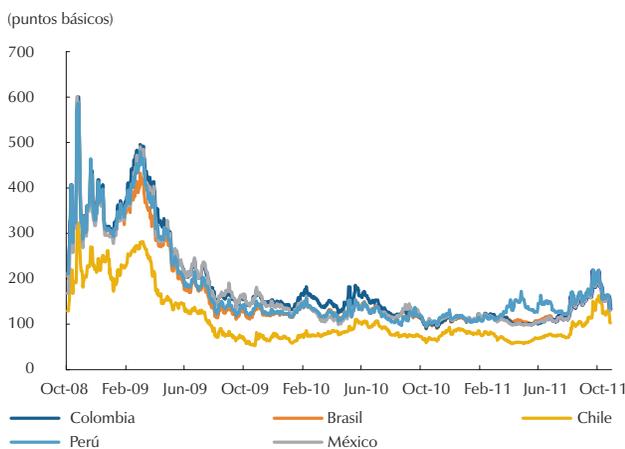
El problema de deuda pública europea se agudizó cuando los riesgos de Grecia comenzaron a trasladarse a las economías grandes y endeudadas de la región, como Italia y España. La mayor incertidumbre incrementó las tasas de interés de las nuevas emisiones de deuda de estas dos economías a máximos históricos.

**Gráfico 6**  
Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios  
(Libor vs. OIS<sup>a/</sup>)



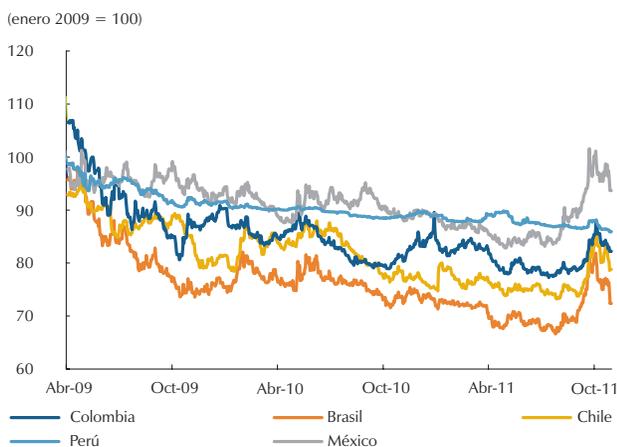
a/ OIS: overnight indexed swap.  
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 7**  
Credit default swap (CDS) de algunos países de América Latina a 5 años



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 8**  
Índice de tasas de cambio en algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

La deuda italiana (en términos absolutos) supera con creces la de los otros países de la periferia (Grecia, Irlanda, Portugal y España), por lo que dificultades en su pago podrían arrastrar fácilmente hacia la iliquidez e insolvencia a un porcentaje alto de bancos europeos.

Recientemente, el nerviosismo en los mercados de liquidez produjo alzas en las tasas de interés de corto plazo (Libor), en especial en Europa (Gráfico 6). De todas maneras, estos aumentos han sido menores que los observados en 2008. Se considera que las autoridades monetarias en la zona del euro evitarán un colapso de la liquidez y del sistema de pagos, de llegarse a presentar dificultades mayores en el entorno financiero. Sin embargo, hoy en día el riesgo principal se concentra en un deterioro del financiamiento de mediano y largo plazos para la banca. Si este escenario se materializa, la expansión del crédito bancario en Europa se verá seriamente comprometida, con consecuencias severas sobre el ritmo de actividad económica en esos países.

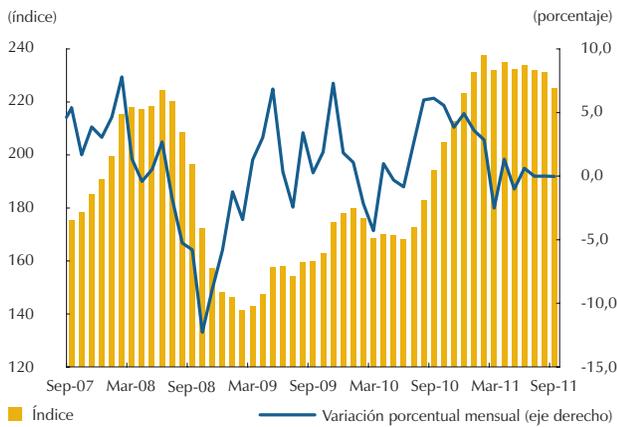
Aunque los problemas financieros se han originado en la zona del euro, estos no se limitan a su banca comercial. En los Estados Unidos los principales bancos también sufrieron un retroceso en su cotización de mercado, junto con un incremento en sus primas de riesgo.

La turbulencia en Europa también ha contagiado a los mercados financieros en América Latina. Entre agosto y octubre las economías de la región experimentaron un incremento generalizado en sus primas de riesgo y una depreciación de sus monedas en relación con el dólar de los Estados Unidos. No obstante, estos impactos han sido menores que los observados en 2008 y 2009 y aún no representan riesgos para la estabilidad de estas economías (gráficos 7 y 8).

### 3. Inflación y política monetaria

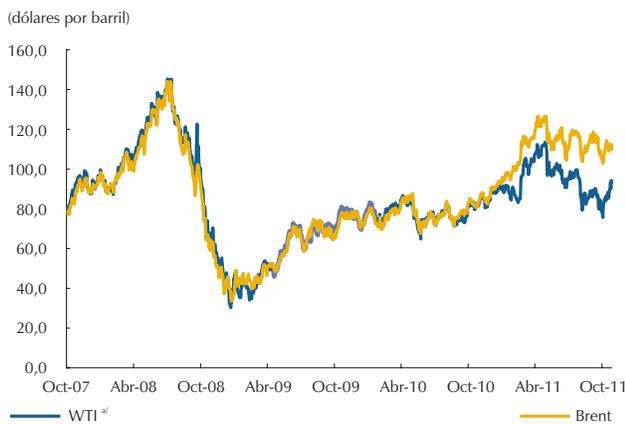
La desaceleración de la economía global y los temores de una posible recesión en la zona del euro continuaron afectando los precios internacionales de los alimentos y los bienes básicos, los cuales disminuyeron considerablemente desde los picos alcanzados hacia finales del primer semestre del año. De acuerdo con el último informe de la Organización de las Naciones

**Gráfico 9**  
Índice de precios de alimentos de la FAO



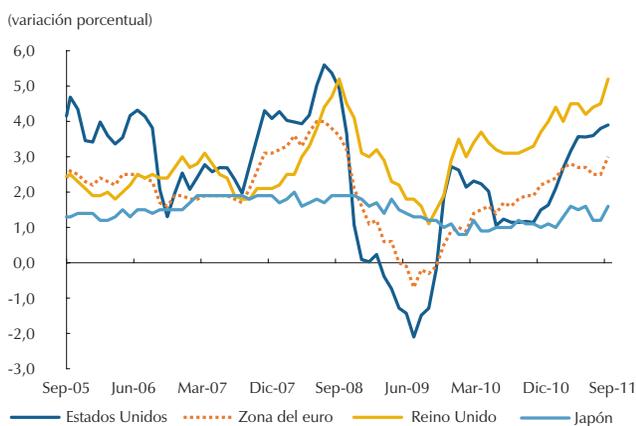
Fuente: FAO.

**Gráfico 10**  
Precios internacionales del petróleo



a/ WTI: West Texas Intermediate.  
Fuente: Datastream.

**Gráfico 11**  
Inflación en las economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés), los precios de la mayoría de grupos de alimentos (azúcar, aceites y grasas, cereales y lácteos) han frenado su ciclo alcista y actualmente se encuentran en niveles similares a los observados a finales de 2010 y principios de 2011, los cuales de todas maneras se consideran altos comparados con los observados en los últimos veinte años (Gráfico 9).

En el caso del petróleo, sus precios también han disminuido fuertemente desde los niveles alcanzados en los primeros tres meses del año, cuando la incertidumbre geopolítica en Oriente Medio y el norte de África redujo considerablemente la producción de crudo en Libia. Un hecho sobre este mercado que vale la pena comentar es el distanciamiento que se ha presentado en los precios de referencia internacional WTI y Brent. El margen histórico no supera en promedio los USD2 en favor del WTI, pero desde noviembre de 2010 se ha venido ampliando en favor del Brent, y en la actualidad se sitúa por encima de los USD20. Al parecer, este mayor margen es consecuencia de la falta de arbitraje generada por los aumentos en los costos de transporte del crudo WTI, el cual debe moverse desde Oklahoma (lugar desde donde se acopia y establece su cotización) hasta el Golfo de México<sup>4</sup> (Gráfico 10).

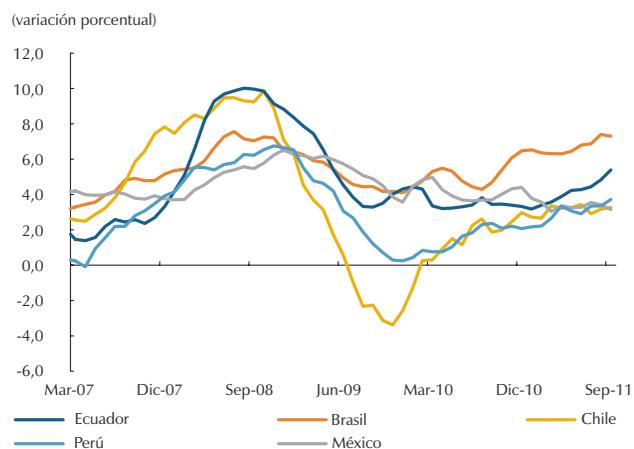
Pese a las menores presiones originadas en los precios internacionales, la inflación en los Estados Unidos y la zona del euro continuó con su tendencia ascendente. En septiembre, sin embargo, aquella se atenuó, tanto para la inflación total como para la básica. En la medida en que los menores precios internacionales se trasladen a la inflación interna, cabe esperar que la inflación comience a ceder (Gráfico 11).

4 Desde mediados del año pasado la oferta de crudo en Oklahoma se ha incrementado considerablemente, como resultado de la mayor producción procedente de Canadá, mientras que la capacidad de transporte no ha sido suficiente y se ha visto reducida por la necesidad de invertir el curso de algunos oleoductos para poder transportar el crudo internamente. Esto ha frenado el transporte del petróleo hacia la costa, y el que se moviliza lo hace por medios más costosos que el de oleoductos (por tierra o por vía fluvial). Se espera que la situación se normalice a partir de 2014.

En cuanto a la postura monetaria de los países desarrollados, los bancos centrales de los Estados Unidos, la zona del euro, Japón e Inglaterra han mantenido una política expansiva ante la debilidad en el comportamiento de sus economías. Para el caso de los Estados Unidos se anunció un cambio en la composición del portafolio de la Reserva Federal (Fed) con el fin de disminuir las tasas de largo plazo y atenuar la carga financiera de los hogares, en especial la relacionada con los créditos hipotecarios (programa *Twist*). A su vez, en Japón e Inglaterra se anunciaron nuevos ciclos de expansión monetaria, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) continuó dando apoyos transitorios de liquidez a los bancos comerciales e intervino, en algunas ocasiones, en el mercado de deuda pública de Italia y España, para tratar de disminuir las presiones sobre las tasas de interés.

En el caso de las economías de Asia emergente la inflación continúa en niveles elevados. Por ejemplo, en India la variación anual en el nivel de precios ha seguido por encima del 7% y no parece disminuir en los próximos meses, lo cual ha implicado nuevos aumentos en la tasa de intervención de su banco central.

Gráfico 12  
Inflación en algunas economías de América Latina



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las economías latinoamericanas, Brasil sigue presentando una inflación elevada; no obstante, la fuerte desaceleración en la actividad económica motivó al banco central a reducir su tasa de intervención. Para el caso de Ecuador los precios han comenzado a aumentar rápidamente en los últimos meses, y aunque todavía no se encuentran en niveles alarmantes, de continuar esta tendencia su estabilidad podría verse amenazada. Finalmente, en Chile y Perú la inflación aún se encuentra dentro de los rangos meta fijados por los bancos centrales. En varios de estos países la mayor incertidumbre externa ha llevado a que el ciclo de subida de tasas de interés se detenga en los últimos meses, o incluso se revierta, como en Brasil (Gráfico 12).

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

En este informe el equipo técnico redujo sus pronósticos de crecimiento y de precios internacionales para 2011 y 2012 frente a lo mostrado hace tres meses. Las principales modificaciones a la baja se presentaron en el crecimiento de los Estados Unidos, la zona del euro y Brasil (Cuadro 2).

El intervalo de pronóstico para los Estados Unidos disminuyó, en parte, como consecuencia de la revisión de los datos del PIB publicada en agosto y por el debilitamiento en los indicadores de confianza. El nuevo rango para 2011 es de 1,2% a 2% y para 2012 de 0% a 2,5%. En el informe anterior los intervalos de pronóstico eran de 2% a 2,8% y de 2% a 3%, respectivamente. Dada la mayor incertidumbre externa, además de considerar la existencia de riesgos no despreciables a la baja,

Cuadro 2  
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2010	Proyecciones para 2011			Proyecciones para 2012		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
<b>Principales socios</b>							
Estados Unidos	2,9	1,2	1,6	2,0	0,0	1,5	2,5
Zona del euro	1,8	1,2	1,5	1,8	(2,0)	0,5	1,5
Venezuela	(1,4)		2,8			3,6	
Ecuador	2,3	5,0	6,0	7,0	2,0	4,0	5,0
China	10,3	8,6	9,1	9,6	7,5	8,5	9,0
<b>Otros socios</b>							
Japón	4,0		(0,5)			2,3	
Perú	8,8		6,2			5,6	
México	5,5		3,8			3,6	
Chile	5,2		6,6			4,8	
Argentina	8,8		8,0			4,6	
Brasil	7,5	3,0	3,5	4,0	2,0	3,0	4,0
<b>Países desarrollados</b>	<b>3,0</b>		<b>1,6</b>			<b>1,9</b>	
<b>Países en desarrollo</b>	<b>7,4</b>		<b>6,4</b>			<b>6,1</b>	
<b>Total mundial</b>	<b>5,1</b>		<b>4,0</b>			<b>4,0</b>	
<b>Total socios comerciales</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,9</b>	<b>4,4</b>

Fuentes: Datastream, Consensus Forecast, FMI y Banco de la República.

se estima que la mitad inferior de los intervalos tiene una mayor probabilidad de materializarse frente a la mitad superior.

Los pisos de los intervalos de pronóstico son consistentes con un recrudescimiento de la crisis financiera y de deuda en Europa, que conduce a una importante contracción de la actividad económica en esa región, como se señala más adelante. La transmisión hacia la economía estadounidense se daría mediante una menor demanda externa y mayores restricciones financieras. En general, la proyección para los Estados Unidos supone que una lenta recuperación del balance de los hogares y del mercado laboral induce una expansión del producto por debajo del crecimiento promedio histórico (3%).

Para el caso de la zona del euro se prevén intervalos de crecimiento para 2011 entre 1,2% y 1,8% y para 2012 entre -2% y 1,5%; ambos casos son menores que lo previsto hace tres meses. La parte central de estos rangos implica una desaceleración en la producción entre este año y el siguiente debido al impacto que tendrían los programas de ajuste fiscal. El punto medio del rango contempla una contracción del PIB en algunos trimestres. Al igual que en los Estados Unidos,

*En los Estados Unidos la lenta recuperación del balance de los hogares y del mercado laboral implicará un crecimiento por debajo del promedio histórico durante este año y el próximo.*

los riesgos se concentran a la baja debido a los altos niveles de endeudamiento que enfrentan varios de los países desarrollados, y a causa de las dificultades para resolver sus desbalances, que ya son crónicos, sin poner en riesgo el cumplimiento del pago de la deuda.

En cuanto a las economías latinoamericanas, el crecimiento esperado para Brasil se redujo de 4% a 3,5% este año, y de 4% a 3% para el próximo, como resultado de la actual desaceleración que muestra esa economía. En contraste, la proyección de Ecuador pasó de 5,3% a 6% este año, y se mantuvo estable en 4% para el próximo. La fuerte dinámica registrada durante el primer semestre del año explica esta revisión al alza para 2011. Para el resto de socios comerciales no se estimaron cambios de importancia en las proyecciones.

Con las cifras anteriores, la expansión esperada de los principales socios comerciales de Colombia se mantuvo inalterada con respecto a lo que se esperaba en el informe anterior (3,6% para el punto medio de los intervalos de pronóstico). Sin embargo, para el próximo año, ante la desaceleración en el mundo desarrollado, se espera que el PIB de los socios se expanda 2,9%, en lugar de 3,4% (para el punto medio). Al igual que para cada país, el riesgo general sigue concentrado a la baja: en este caso el crecimiento sería de 3% en 2011 y de 1,2% en 2012.

En relación con el precio de las materias primas, la menor demanda esperada, en especial por parte de las economías desarrolladas, impactaría negativamente el precio del petróleo y de otros bienes exportados por Colombia, como el café y el carbón. Pese a ello, para el caso específico del crudo, el pronóstico para lo que resta del año aumentó ligeramente en relación con lo publicado antes. Esto se debe a que para este informe el precio de referencia que se tuvo en cuenta fue un promedio entre el WTI y el Brent, dado que en los últimos meses las exportaciones de petróleo colombianas se han efectuado a partir de las dos referencias. Para el próximo año en todos los casos se contempla una caída de los precios promedios frente a lo previsto para 2011 y frente a lo contemplado en el informe de junio (Cuadro 3).

Cuadro 3  
Pronósticos para los bienes básicos exportados por Colombia

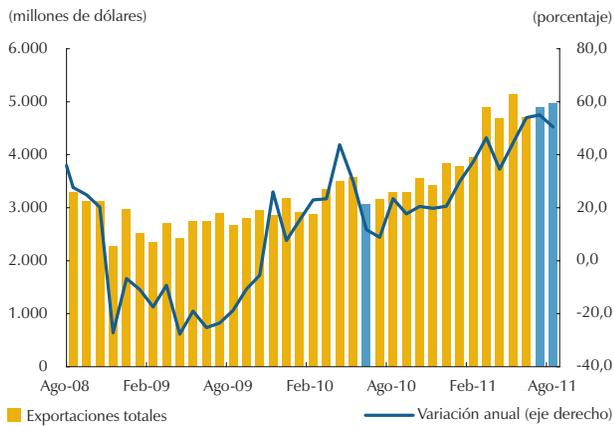
Principales productos	2010	Proyecciones para 2011			Proyecciones para 2012		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café (ex dock) (dólares por libra)	2,1	2,9	2,9	3,0	2,3	2,5	2,7
Petróleo WTI (dólares por barril)	79,5	88,0	91,0	94,0	65,0	80,0	90,0
Petróleo Brent (dólares por barril)	79,6	108,0	110,0	113,0	80,0	95,0	105,0
Carbón (dólares por tonelada)	82,3	95,0	97,0	100,0	85,0	90,2	95,0
Ferróniquel (dólares por libra)	3,2	3,3	3,3	3,4	1,2	2,9	4,4
Oro (dólares por onza troy)	1.225,0	1.531,0	1.541,0	1.596,0	1.800,0	1.689,0	1.501,0

Fuente: cálculos del Banco de la República.

## B. BALANZA DE PAGOS EN COLOMBIA

Durante el primer semestre de 2011 la balanza de pagos registró un déficit en cuenta corriente de 2,8% del PIB, superior al observado en igual período de 2010 (1,9% del PIB semestral). Este comportamiento se explica, principalmente, por las mayores importaciones de bienes, las cuales crecieron 42,5% anual, dada la mayor demanda interna (en particular de bienes intermedios y de capital); así como por el incremento de 32,9% anual en la remisión de utilidades de las empresas con capital extranjero (especialmente de aquellas que exportan petróleo, carbón y ferroníquel). El aumento de los egresos se vio parcialmente compensado por las mayores ventas al exterior de los principales productos de exportación (en especial de petróleo y sus derivados, carbón y café). El déficit corriente del primer semestre del año se financió en especial con recursos de inversión extranjera directa (IED), la cual ascendió a USD7.008 millones (m), lo que, junto a la mayor inversión extranjera de portafolio del sector privado, se reflejó en un superávit de la cuenta de capital y financiera de 4,2% del PIB (USD6.799 m), superior al 2,9% del PIB (USD4.012 m) alcanzado en el mismo período de 2010. Por su parte, las cifras de la balanza de pagos muestran que durante el período mencionado la acumulación de reservas internacionales brutas fue de USD2.434 m.

Gráfico 13  
Exportaciones totales  
(mensual)



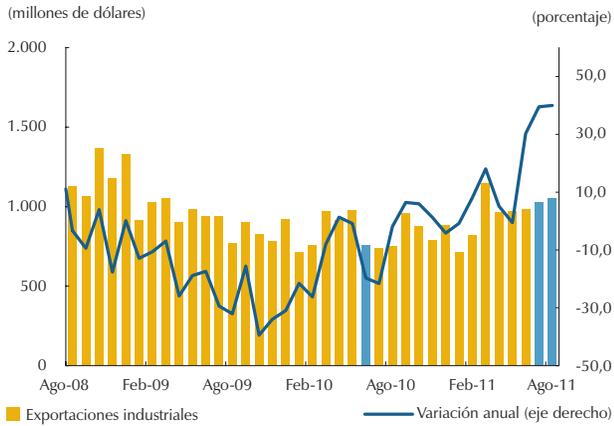
Fuente: DANE.

La información disponible para el tercer trimestre de 2011 señala que, a pesar de la incertidumbre y la volatilidad de los mercados internacionales, la dinámica de las importaciones y de las exportaciones continúa. En efecto, durante julio y agosto de este año las exportaciones totales en dólares sumaron en promedio USD4.928 m, registrando un aumento de 52,7% con respecto al mismo período del año anterior (Gráfico 13). De la misma manera, las importaciones FOB en dólares fueron en promedio USD4.435 m, al crecer 34,0% anual<sup>5</sup>.

El mayor valor de las exportaciones se originó, principalmente, en las ventas externas de los productos básicos de origen minero (carbón, ferroníquel, oro, petróleo y sus derivados), las cuales aumentaron 64,5% anual y representaron el 72% del valor total exportado durante el bimestre en mención. Por su parte, las exportaciones del sector industrial aumentaron 39,8%, mientras que los principales productos básicos de origen agrícola (café, banano y flores) disminuyeron a una tasa anual de 1,1%. Al descontar de las exportaciones del sector industrial los productos básicos como café, derivados del petróleo, ferroníquel y oro, se observa un incremento de 39,8% en el valor promedio exportado durante

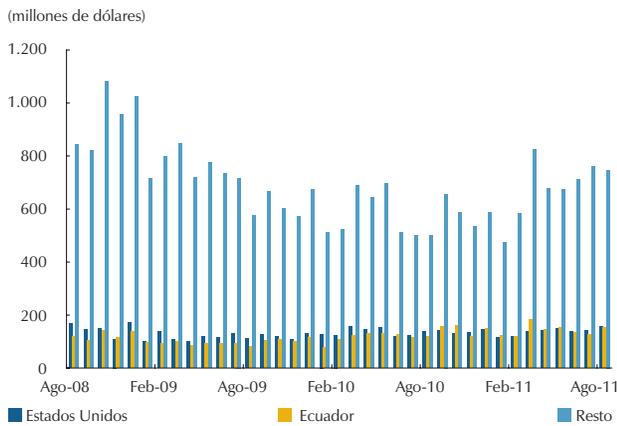
5 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF, las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de USD4.661 m durante julio y agosto de 2011, con un aumento de 32,3% anual.

**Gráfico 14**  
Exportaciones industriales sin productos básicos<sup>a/</sup>  
(mensual)



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

**Gráfico 15**  
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los  
Estados Unidos, Ecuador y resto<sup>a/</sup>



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

los meses de julio y agosto frente a lo observado en el mismo período de 2010 (Gráfico 14). Por destinos y en términos anuales, en promedio durante el bimestre dichas ventas a Ecuador aumentaron 20,2%, a los Estados Unidos lo hicieron en 13,9% y al resto de países en 51,0%. Dentro del último grupo cabe destacar las exportaciones a Venezuela, que registraron un crecimiento de 63,1%<sup>6</sup> (Gráfico 15). Es de destacar que las exportaciones de los diferentes grupos de bienes han crecido tanto en precio como en cantidad, excepto las de productos básicos de origen agrícola cuyas cantidades disminuyeron durante el bimestre.

En cuanto a las importaciones FOB en dólares, en el promedio del bimestre julio-agosto de 2011 su crecimiento se concentró principalmente en las mayores compras de bienes intermedios (en especial de aquellas dirigidas para la industria, con un incremento anual de 23,5%, y para combustibles y lubricantes, con un aumento de 73,1%), seguidas de las de bienes de capital para la industria (37,1% de incremento anual), de las de equipo de transporte (43,9% anual) y de las de bienes de consumo duradero (20,7% anual) (Gráfico 16).

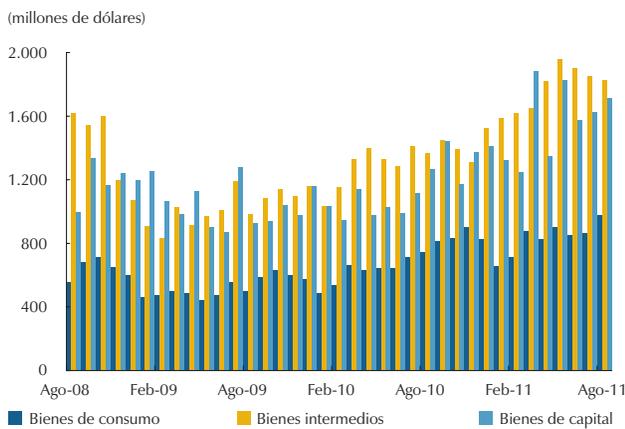
Por otra parte, en lo corrido del año al mes de septiembre los ingresos por remesas de los trabajadores colombianos en el exterior registraron un crecimiento anual de 6,4%, al tiempo que la balanza cambiaria<sup>7</sup> durante el mismo período mostró una mayor afluencia de capital privado, principalmente por la mayor IED en Colombia, respecto a lo observado un año atrás. Esta entrada de capital extranjero a la economía estuvo compensada con las salidas de capital por concepto de liquidación de activos y por el crecimiento de la inversión directa de colombianos en el exterior.

Finalmente, la proyección de balanza de pagos para 2011 y 2012 tiene en cuenta tanto lo descrito como los intervalos de pronóstico de las diferentes variables externas (presentados al comienzo de esta sección) y los pronósticos de crecimiento interno (comentados en los siguientes capítulos). De esta forma, el ejercicio de

6 Cuando se excluyen los productos básicos de las exportaciones industriales, y no se consideran las ventas externas a Venezuela, Ecuador y los Estados Unidos, el agregado resultante exhibe un crecimiento de 49,1% en el bimestre julio-agosto.

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

Gráfico 16  
Importaciones de bienes (FOB)



Fuente: DANE.

pronóstico para 2011 reporta una ampliación del déficit en cuenta corriente frente a lo registrado en el año 2010, el cual se podría ubicar en un rango entre 3,4% y 3,6%, con una cifra de 3,5% para el escenario central. En este contexto las importaciones en dólares podrían crecer entre 35% y 40% en términos anuales, con un escenario central de 37%; mientras que las exportaciones lo harían entre 31% y 40%, con un punto medio de 35%; todo esto dependiendo principalmente de la recuperación de las ventas hacia otros destinos diferentes a Venezuela y del comportamiento de los precios de los productos básicos. Esta proyección tiene en cuenta mayores ingresos por transferencias corrientes<sup>8</sup>, una IED bruta mayor a la observada que el año anterior y un endeudamiento externo neto del sector público<sup>9</sup> (sin Ecopetrol) de alrededor de USD3.700 m.

Para 2012 se espera un crecimiento tanto de las importaciones como de las exportaciones (en dólares) menor al proyectado para 2011, dado que la dinámica de las economías mundial y local sería menor en ese año. No obstante, en el punto medio del intervalo de pronóstico las exportaciones en dólares continúan creciendo (alrededor de 5%) ya que se espera aumentos en la producción y volumen exportado de materias primas, y porque el crecimiento de los socios comerciales de la región seguirá en terreno positivo. Así las cosas, el déficit en cuenta corriente para dicho año podría ubicarse entre 3,1% y 3,6% del PIB, el cual sería financiado, en gran parte, por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

8 El principal componente de las transferencias corrientes es las remesas de trabajadores, y su comportamiento durante el año 2011 dependerá del desempeño de las economías de donde dichos recursos provienen (los Estados Unidos, Venezuela y España).

9 De acuerdo con la información divulgada en el *Marco fiscal de mediano plazo* (MFMP) de junio de 2011, del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

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

**En el segundo trimestre la economía colombiana se aceleró a 5,2%**, gracias a un mayor dinamismo en la inversión y el consumo privados.

**Las exportaciones tuvieron un desempeño favorable** en la primera mitad del año.

**Se espera una aceleración del PIB para el tercer trimestre**, estimulada en parte por unas bajas tasas de interés y por un alto crecimiento del crédito.

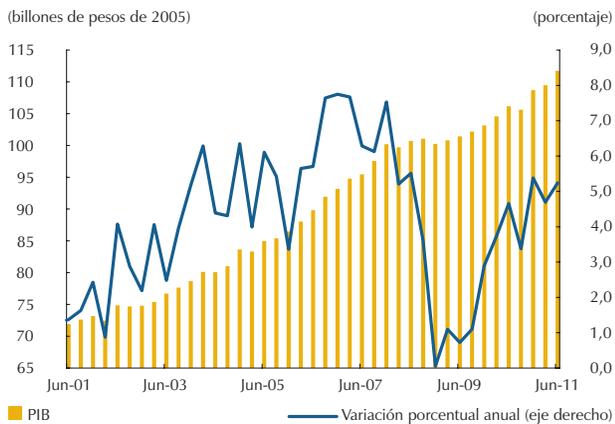
### A. EL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2011

Según el DANE, el PIB colombiano creció 5,2% en términos anuales en el segundo trimestre de 2011 (Gráfico 17). Esta tasa fue mayor que la registrada en promedio desde el año 2000 y se ubicó levemente por encima del punto medio del intervalo presentado en el *Informe sobre Inflación* anterior (entre 4,2% y 5,6%). Respecto al trimestre anterior, el PIB aumentó 2,1%, lo que en términos anualizados corresponde a una tasa un poco superior al 8%. Cabe señalar que el DANE revisó a la baja el crecimiento anual del primer trimestre (pasó de 5,1% a 4,7%); no obstante, la expansión en la primera mitad del año fue de 5,0%, de acuerdo con lo esperado.

*En el segundo trimestre el componente más dinámico volvió a ser la inversión diferente de obras civiles.*

Al igual que a comienzos del año, durante el segundo trimestre el impulso principal lo dio la demanda interna. Este agregado se aceleró y alcanzó una de las mayores tasas de crecimiento de los últimos años (9,1%). El componente más dinámico del gasto interno fue la inversión, aunque el consumo de los hogares también tuvo un muy buen comportamiento (Cuadro 4).

Gráfico 17  
Producto interno bruto  
(desestacionalizado)



Fuente: DANE.

El mayor impulso para el gasto en inversión provino de la formación bruta de capital fijo, aunque la acumulación de inventarios también hizo una contribución importante, como ha sucedido en los últimos trimestres. Dentro del primer rubro sobresale el desempeño del gasto en maquinaria y en equipo de transporte, variables que completaron un año de expansiones anuales superiores a su promedio desde 2000.

El lunar en la inversión fue la construcción de obras civiles, que presentó una caída anual de 7,4%, aunque en niveles se expandió frente al trimestre anterior. Cabe señalar que en informes anteriores se esperaba un mejor resultado debido a los planes de reconstrucción anunciados por el Gobierno para mitigar los efectos de la ola invernal.

Cuadro 4  
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2010 Año completo	2011 I trim.	2011 II trim.	Contribución al crecimiento anual del II trim. de 2011
<b>Consumo total</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>4,5</b>
Consumo de hogares	5,0	6,0	6,4	4,2
Bienes no durables	2,2	1,7	4,3	0,9
Bienes semidurables	16,4	21,6	17,8	1,1
Bienes durables	28,9	32,5	31,1	1,4
Servicios	3,3	4,4	4,1	1,0
Consumo final del Gobierno	4,6	0,9	1,8	0,3
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>12,5</b>	<b>17,0</b>	<b>21,1</b>	<b>5,3</b>
Formación bruta de capital fijo	8,3	11,7	14,8	3,7
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,2	1,9	6,0	0,0
Maquinaria y equipo	18,3	23,5	24,2	1,7
Equipo de transporte	25,6	57,2	52,3	1,4
Construcción y edificaciones	(3,7)	4,0	9,4	0,5
Obras civiles	9,7	(7,3)	(7,4)	(0,6)
Servicios	4,4	6,4	18,0	0,1
Variación de existencias				1,6
<b>Demanda interna</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,8</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>2,0</b>	<b>10,9</b>	<b>7,6</b>	<b>1,3</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>14,9</b>	<b>25,6</b>	<b>28,4</b>	<b>(6,8)</b>
<b>PIB</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>

*La inversión en obras  
civiles se contrajo  
en términos anuales,  
contrario a lo  
esperado.*

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

*Dentro del buen desempeño del consumo privado se destacó la dinámica de bienes no durables.*

El consumo de los hogares, con una expansión de 6,4%, continuó mostrando un buen desempeño, tal como lo viene haciendo desde hace varios trimestres. En el caso particular del segundo trimestre se destaca la dinamización del gasto en bienes no durables, cuyo crecimiento anual fue más del doble en comparación con el primer trimestre. Las ventas de bienes durables y semidurables siguieron exhibiendo tasas de expansión históricamente altas del orden del 20%.

Por su parte, el consumo del Gobierno mantuvo un crecimiento modesto (1,8% anual), aunque se aceleró frente al registro del período anterior (0,9%). De esta forma, se percibe un quiebre en el comportamiento de esta variable que permite anticipar una recuperación adicional en lo que resta del año.

En lo referente a la demanda externa neta, su contribución fue negativa y mayor a la que se observó en el trimestre anterior. Aunque las ventas externas (en pesos constantes) han continuado creciendo a un buen ritmo (7,6%) —con tasas que superan las observadas en promedio en los últimos diez años—, el dinamismo de las importaciones ha sido aún mayor (28,4%). Las compras al exterior siguen concentradas en bienes intermedios y de capital (80% del total) y tanto en estos dos grupos como en las de bienes de consumo la tasa de crecimiento anual supera el 25% cuando se mide en dólares.

Por el lado de la oferta, y descontando el rubro de impuestos menos subsidios, los sectores que más contribuyeron a la expansión de la producción fueron los del PIB financiero y el del comercio, en su orden (Cuadro 5). En el primer sector el resultado continuó obedeciendo al fuerte crecimiento del valor agregado, generado por

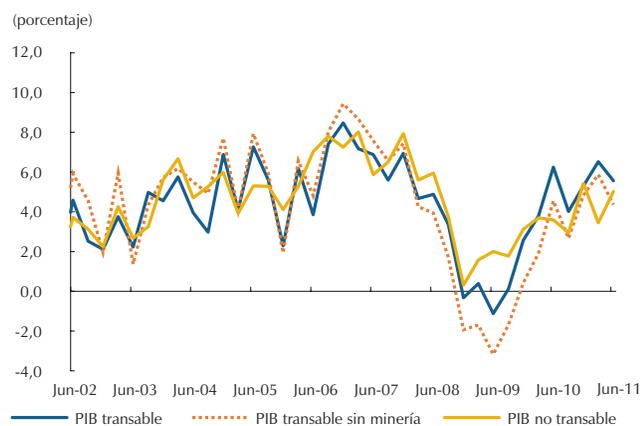
Cuadro 5  
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

	2010 Año completo	Crecimiento anual		Contribución al crecimiento anual del II trim. de 2011
		2011 I trim.	II trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(0,4)	6,9	2,2	0,1
Explotación de minas y canteras	11,1	9,1	10,3	0,7
Industria manufacturera	4,5	4,9	2,1	0,3
Electricidad, gas y agua	2,2	(0,9)	1,5	0,1
Construcción	1,7	(3,0)	(0,9)	(0,1)
Edificaciones	(3,3)	3,9	8,8	0,2
Obras civiles	5,4	(8,6)	(7,6)	(0,3)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	6,0	6,2	7,2	0,9
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,7	5,5	7,1	0,5
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	3,1	4,8	6,1	1,2
Servicios sociales, comunales y personales	3,8	1,2	2,3	0,4
Subtotal valor agregado	4,1	4,0	4,5	4,1
Impuestos menos subsidios	6,3	13,2	14,1	1,3
<b>PIB</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

la intermediación financiera (12,6% anual) que está asociada con la dinámica registrada por el crédito total. En el caso del comercio, el favorable comportamiento fue impulsado principalmente por el segmento minorista, lo cual es consecuente con el dinamismo del consumo de los hogares.

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



Fuente: DANE.

En el sector manufacturero se presentó una desaceleración luego de tres trimestres consecutivos de aumentos en su tasa de crecimiento anual. Este quiebre se explica por el pobre desempeño en la producción de algunas industrias de alimentos (especialmente aceites, molinería y trilla de café), del sector textil y de los refinados del petróleo.

La construcción fue la única rama del PIB que presentó un crecimiento anual negativo en el segundo trimestre explicado por la caída en la inversión destinada a obras civiles, como ya se señaló. Los demás sectores no transables siguieron mostrando expansiones positivas, permitiendo que el PIB no transable se acelerara en el segundo trimestre (de 3,4% a 5,0%). El PIB transable lo hizo a una tasa similar, reflejando la moderación en la industria y la minería (Gráfico 18).

## B. PRONÓSTICO DE CORTO PLAZO DEL PIB

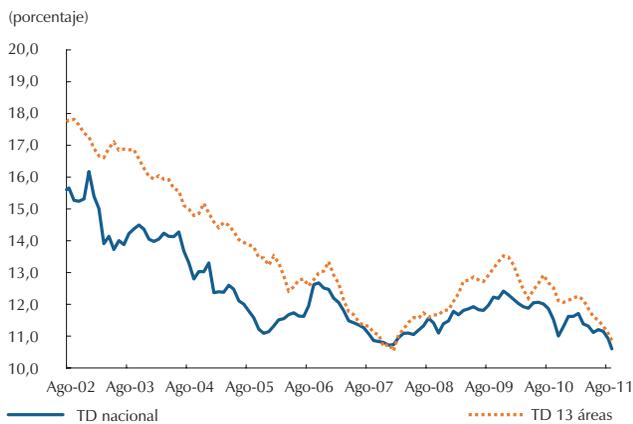
El comportamiento de los indicadores disponibles para el tercer trimestre muestra un desempeño de la economía colombiana bastante satisfactorio. Esto, unido a una base de comparación baja<sup>10</sup>, implica que la tasa de crecimiento anual en el tercer trimestre sería significativamente superior a la observada en el segundo trimestre, incluso en el escenario más pesimista. Así las cosas, entre junio y septiembre las variables reales en Colombia no muestran señales relevantes de contagio por la turbulencia en los mercados financieros mundiales y por la mayor volatilidad que esto supuso en la bolsa local y en el tipo de cambio.

Al igual que ocurrió en la primera mitad del año, el buen desempeño previsto para el PIB en el tercer trimestre estaría soportado, en gran medida, por la dinámica del consumo de los hogares. Este gasto continuaría influenciado positivamente por tres factores que han estado presentes desde 2010, a saber: i) un buen desempeño del mercado laboral, ii) unas tasas de interés reales bajas, unidas a una amplia disponibilidad de crédito, y iii) una confianza en niveles altos.

Con respecto al mercado laboral, en el trimestre móvil junio-agosto el número de ocupados aumentó a una tasa anual de 3,4%, incremento que se concentró

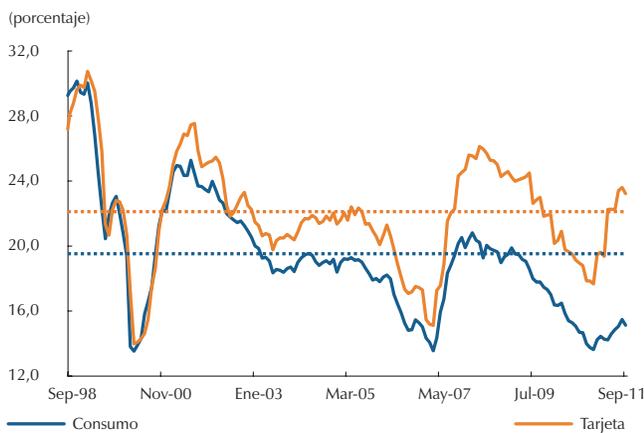
10 El PIB colombiano en el tercer trimestre de 2010 registró una caída trimestral de 0,5%.

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



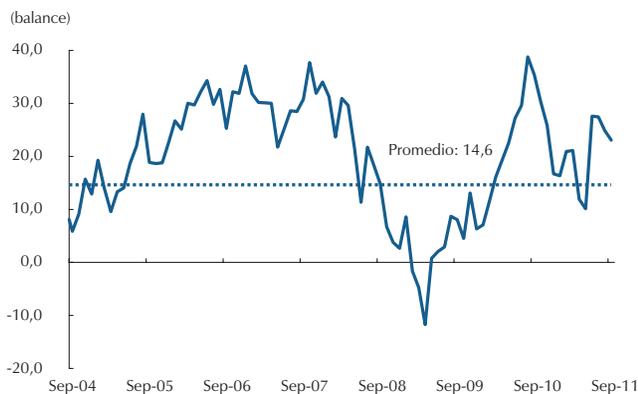
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 20**  
Tasas de interés reales de los hogares  
(deflactada con IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

**Gráfico 21**  
Indicador de confianza del consumidor



Fuente: Fedesarrollo.

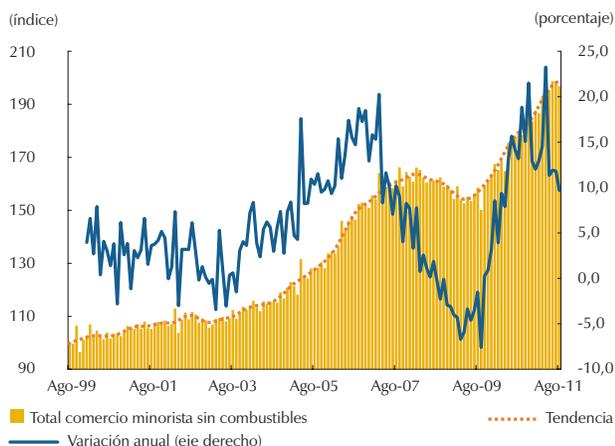
en no asalariados e informales pero con educación superior, por lo que no necesariamente se habría dado un deterioro de las condiciones laborales ni una caída en los ingresos promedio de los hogares (véase sombreado p. 36). Gracias a este comportamiento, la demanda de trabajo (medida por la tasa de ocupación) creció a un mayor ritmo que la oferta laboral (medida por la tasa global de participación), permitiendo un descenso significativo de la tasa de desempleo (a 10,9% para el período junio-agosto, frente a 11,8% registrado en el mismo lapso de 2010) (Gráfico 19).

Adicionalmente, los hogares aún cuentan con acceso a crédito de consumo a tasas de interés reales que pueden considerarse bajas (excepto tarjetas de crédito). Así, por ejemplo, los datos más recientes muestran que la cartera real de crédito de consumo en el tercer trimestre de 2011 se aceleró, creciendo a una tasa promedio anual de 21,6%, lo cual sugiere que, a pesar de que los requisitos para otorgar créditos son altos, los consumidores siguen prefiriendo este medio al momento de realizar sus compras<sup>11</sup>. Asimismo, las entidades financieras manifestaron que, de darse, pueden atender una mayor demanda de crédito sin mayores traumatismos. El incremento de la cartera se ha dado en el marco de una tasa de interés real de consumo que se mantiene por debajo de su promedio desde 1998, a pesar de que en el tercer trimestre registró alzas (de 14,6% en el segundo trimestre a 15,2% en el tercero). La tasa real de las tarjetas de crédito, por su lado, se encuentra levemente por encima de su promedio, pero presentó una pequeña disminución en septiembre (Gráfico 20).

A lo anterior se suma el comportamiento de la confianza de los hogares medida por Fedesarrollo, la cual aún se mantiene relativamente alta en septiembre, pese a alguna reducción desde el pico alcanzado en junio. El nivel a septiembre sigue siendo superior al promedio de la serie desde 2001 y es similar al de años de buen dinamismo en el consumo, como en 2006 (Gráfico 21). Tan solo el componente de expectativas sobre la situación económica futura ha mostrado una tendencia

11 Véanse el *Reporte sobre Estabilidad Financiera* y el *Reporte de la Situación del Crédito en Colombia* de septiembre de 2011.

Gráfico 22  
Total comercio minorista sin combustibles  
(serie desestacionalizada)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

negativa más definida, lo que puede ser el reflejo de la turbulencia en el panorama externo.

En suma, las condiciones actuales de las que disfrutaban los hogares permiten confiar en un buen comportamiento del consumo privado hacia el tercer trimestre. Esta previsión está respaldada por la evolución del comercio y de las importaciones de bienes de consumo. De acuerdo con el DANE, las ventas del comercio al por menor se expandieron a tasas anuales de 11,9% y 9,7% en julio y agosto (Gráfico 22).

Dentro de las ventas se destacó la dinámica de los automóviles, que entre julio y agosto crecieron en promedio 21,6% anual, lo que, sin embargo, es un ritmo menor frente al observado en la primera mitad del año y que podría indicar una moderación en la expansión

del componente de bienes durables del consumo. Las ventas de bienes diferentes a vehículos aumentaron en promedio en este mismo período a una tasa anual de 8,4%, lo que sugiere que el consumo de bienes semidurables y no durables habría seguido presentando un fuerte dinamismo. La evolución de las importaciones de bienes de consumo también apunta hacia el fortalecimiento del consumo privado. Durante los meses de julio y agosto su crecimiento en dólares fue de cerca del 25% en promedio.

Con respecto a la inversión, tanto en su componente de maquinaria y equipo de transporte como de construcción, las perspectivas son positivas. Ello se infiere del comportamiento de las importaciones de bienes de capital, las cuales en promedio crecieron a una tasa anual de 40,4% en julio y agosto. Adicionalmente, la producción nacional de estos bienes, si bien se ha desacelerado, aún continúa mostrando un aumento significativo, impulsada en buena medida por los procesos de renovación del acervo de capital, estimulados a su vez por

las bajas tasas de interés reales.

Gráfico 23  
Tasas reales de interés del crédito comercial  
(deflactadas con el IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Respecto a lo anterior, las tasas de interés comerciales reales permanecen por debajo del promedio observado durante los últimos once años (Gráfico 23). Esto es en particular evidente para las tasas de crédito ordinario. Por otro lado, el saldo de este tipo de crédito siguió creciendo a tasas cercanas al 20% en términos anuales.

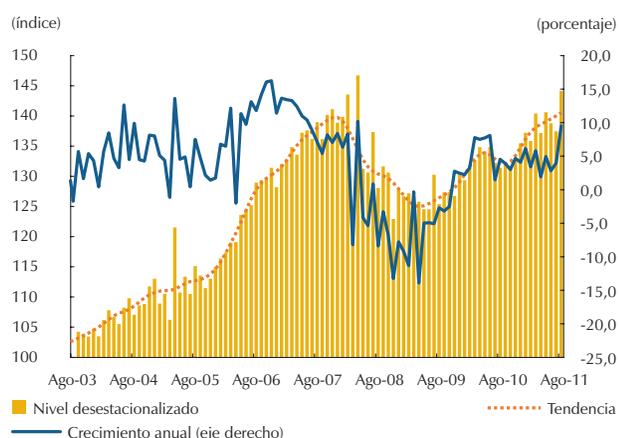
En lo referente a la inversión en construcción, se espera un desempeño un tanto mejor en el tercer trimestre, cuando debería presentar una tasa de crecimiento anual positiva. En parte, esto puede obedecer a una baja base de comparación, ya que en el mismo lapso

del año anterior se observó un fuerte caída, pero también se explicaría por un mayor ritmo de ejecución de obras luego del lento comienzo de año.

De igual forma a como ocurrió en el segundo trimestre, para el tercero se espera que la demanda externa tenga una contribución negativa al crecimiento del PIB, debido a que las importaciones deberán seguir aumentando fuertemente, aunque con una ligera desaceleración luego de la tasa récord del segundo trimestre (cerca de 30%). Las exportaciones, por su parte, habrían mantenido un dinamismo importante entre julio y septiembre, pese al deterioro de las condiciones externas, y mostrarían un crecimiento de alrededor del 10% anual. Las ventas de productos manufactureros hacia los socios comerciales de la región y hacia los Estados Unidos deben continuar con la tendencia ascendente del primer semestre, al igual que las de buena parte de materias primas. Sin embargo, en el caso

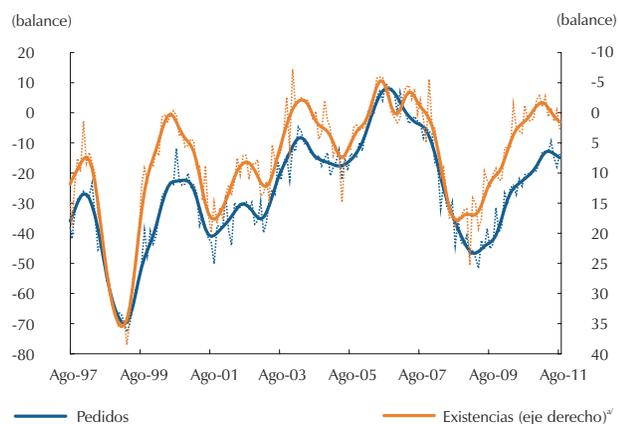
del petróleo es posible que haya una desaceleración ocasionada por la parálisis de la producción asociada con los problemas laborales en algunos campos de producción al oriente del país.

**Gráfico 24**  
Índice de producción industrial sin trilla de café  
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 25**  
Indicadores de pedidos y existencias de la industria



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

Por el lado de oferta, si bien durante el tercer trimestre se registraron algunos choques negativos en la agricultura y la minería, la mayoría de indicadores sugieren un buen dinamismo, sobre todo en sectores como la industria y la construcción. En la primera rama se destacó la expansión de la producción en julio y agosto, de 4,0% y 9,5% anual, respectivamente, siendo esta última la mayor tasa de los tres años más recientes (Gráfico 24). Aunque el alto registro de agosto obedece, en parte, a un mayor número de días hábiles, una vez se controla por este fenómeno la producción industrial mantiene una tendencia ascendente clara. Asimismo, otros indicadores, como los de pedidos y existencias reflejados en la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo, también muestran perspectivas favorables para la producción del sector, ya que se mantienen en niveles similares a los observados en otros episodios de auge (Gráfico 25).

En la construcción todo apunta también a una dinámica positiva en el tercer trimestre; por ejemplo, el comportamiento de la producción de cemento y sus despachos nacionales registraron crecimientos anuales altos (de 14,3% y 17,8% respectivamente). Algo similar sucede con el crédito hipotecario, que se expandió en el tercer trimestre a una tasa real anual de 13%. A mediano plazo las tendencias del sector serán favorables, como lo indica el área aprobada para construir (según licencias), que en agosto siguió creciendo a buen ritmo,

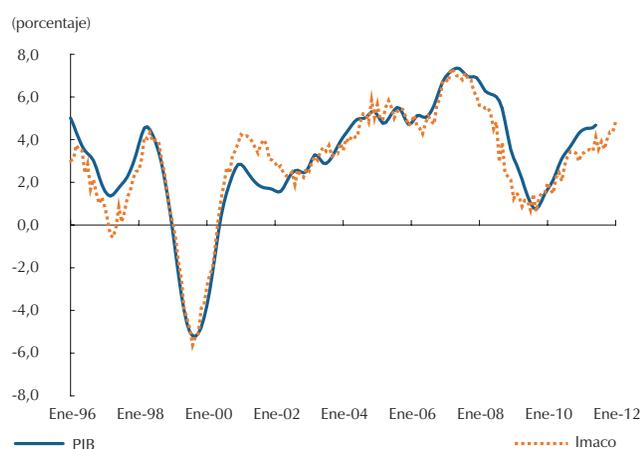
Para el tercer trimestre se prevé un crecimiento entre 5,9% y 7,2%.

impulsada principalmente por la destinada al segmento residencial. El sector de la construcción de vivienda continúa beneficiándose de unas tasas de interés hipotecarias reales por debajo de su promedio histórico desde 2002, y probablemente de unas expectativas de valorización de la finca raíz ante alternativas de inversión limitadas (véase el capítulo V de este informe).

Para el tercer trimestre se esperan algunos choques de oferta que pueden mermar el crecimiento. En la producción del sector agrícola se ha presentado una caída importante de la cosecha cafetera explicada por factores climáticos, y que no fue anticipada en el informe anterior. Asimismo, se prevé una desaceleración en la producción de petróleo por las razones ya expuestas.

Teniendo en cuenta todo esto, el más reciente ejercicio de pronóstico, que incluye los resultados de diferentes modelos contables y econométricos, muestra un intervalo para el crecimiento anual del PIB del tercer trimestre entre 5,9% y 7,2%. Este rango tiene en cuenta una aceleración del consumo de los hogares y de la inversión en capital fijo con respecto a lo observado en el trimestre anterior. Adicionalmente, las proyecciones señalan que los sectores más dinámicos serían la minería y la construcción, mientras que el sector de más pobre desempeño sería la agricultura, por la caída de la producción de café.

Gráfico 26  
Imaco: líder 5 meses del PIB<sup>a/</sup>



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

Confirmando el anterior pronóstico, el indicador líder Imaco señala una aceleración del ritmo de crecimiento de la actividad económica durante el segundo semestre de 2011. Esta metodología no muestra aún un quiebre en las tendencias de expansión de la economía colombiana, lo que disipa por ahora las dudas sobre un posible contagio de la turbulencia externa (Gráfico 26). No obstante, cabe señalar que la tasa de crecimiento que se obtiene con este método para todo 2011 todavía se encuentra en la parte baja del pronóstico para todo el año (al respecto, véase capítulo IV). Cabe advertir, como se ha hecho en informes anteriores, que al ser un indicador construido a partir de ciertas variables sectoriales, estas pueden dejar de capturar el impulso que estaría recibiendo la economía por cuenta de los sectores que no están directamente representados (v. g. minería o servicios).

## ALGUNOS INDICIOS SOBRE LAS CONDICIONES LABORALES

El crecimiento del empleo en los últimos dos trimestres ha estado sesgado a favor del empleo informal, lo cual puede sugerir un deterioro en las condiciones laborales; sin embargo, otras variables dan una idea contraria. Así, en este período la creación neta de empleo se sustentó en la entrada a la fuerza laboral de personal calificado y con educación superior (Gráfico A). Estos trabajadores que por lo general disfrutaban de mayores ingresos y de empleos más estables. De igual manera, dentro de los considerados no asalariados, se destaca el comportamiento a lo largo del año que han tenido los trabajadores clasificados como patrones o empleadores,

**Gráfico A**  
Ocupados calificados y no calificados  
(13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

**Gráfico B**  
Variación anual del número de ocupados con acceso a seguridad social  
(13 áreas)



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

pues en el promedio de enero a agosto han crecido a una tasa de 8,3% anual, mayor al 5,5% del mismo período en 2010. Dado esto, no se espera una caída en los ingresos promedio de los hogares en el corto plazo.

Además, el número de trabajadores (formales e informales) que tienen acceso a seguridad social muestra tasas de crecimiento anual positivas y con una aceleración marcada desde el primer trimestre de 2011 (Gráfico B). Finalmente, la tasa de subempleo objetivo, indicador que refleja las condiciones del empleo percibida por el trabajador, sigue en descenso, sugiriendo una mayor aceptación de las condiciones laborales por parte de los individuos (Gráfico C).

**Gráfico C**  
Tasa de subempleo objetivo (TSO)  
(13 áreas y total nacional, trimestre móvil desestacionalizado)



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

### III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

**La inflación al consumidor repuntó** durante el tercer trimestre.

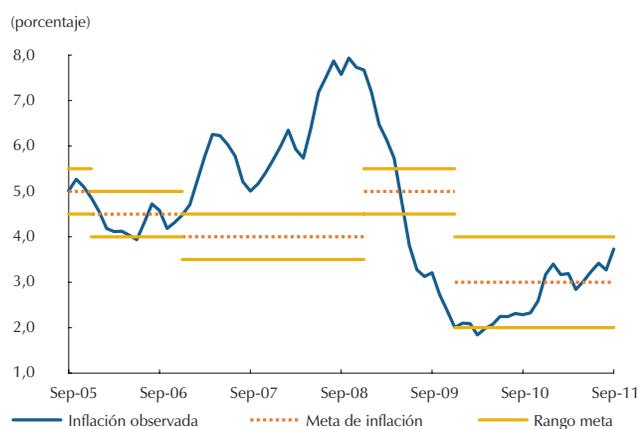
**Las mayores presiones inflacionarias provinieron** de alimentos y regulados.

**La variación anual de transables entró** en terreno positivo.

**Las presiones de demanda continuaron** contenidas, permitiendo que la variación anual del IPC no transable, sin alimentos ni regulados, permanecieran en el rango meta.

La inflación anual al consumidor continuó aumentando durante el tercer trimestre y se situó en septiembre en 3,73% frente a 3,23% de junio. Gran parte del aumento del trimestre se presentó en el último mes, cuando el resultado superó ampliamente las expectativas del mercado y los pronósticos contemplados en el *Informe sobre Inflación* anterior (Gráfico 27 y Cuadro 6).

Gráfico 27  
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En lo corrido del año a septiembre la inflación acumulada ascendió a 2,95%, cifra superior a la registrada en el mismo período del año anterior, pero que todavía se encuentra dentro del rango meta del Banco de la República (de 2% a 4%). Si la inflación del resto del año se comportara en promedio como lo hizo durante los últimos diez años, el resultado para finales de 2011 sería cercano a 3,4%, cifra por debajo del techo del intervalo. Esta conclusión se mantiene incluso si el comportamiento de los últimos meses del presente año es igual al peor remate de la última década, que corresponde al observado el año pasado. Lo anterior indica que aún existe una probabilidad alta de cumplir el objetivo inflacionario de 2011.

Cuadro 6  
Indicadores de inflación al consumidor  
(a septiembre de 2011)

Descripción	Ponderación	Dic-10	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Ago-11	Sep-11	Participación en porcentaje en la aceleración del III trim.	Participación en puntos porcentuales en la aceleración, año corrido
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>3,17</b>	<b>3,19</b>	<b>2,84</b>	<b>3,02</b>	<b>3,23</b>	<b>3,42</b>	<b>3,27</b>	<b>3,73</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>2,82</b>	<b>2,90</b>	<b>2,86</b>	<b>2,81</b>	<b>2,91</b>	<b>2,90</b>	<b>2,76</b>	<b>2,98</b>	<b>11,75</b>	<b>19,78</b>
Transables	26,00	(0,29)	(0,17)	(0,06)	(0,10)	(0,13)	(0,02)	0,12	0,16	14,57	20,35
No transables	30,52	3,52	3,40	3,45	3,50	3,83	3,84	3,43	3,49	(19,50)	(0,19)
Regulados	15,26	6,64	6,91	6,41	6,15	5,96	5,70	5,63	6,45	16,68	(0,38)
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>4,09</b>	<b>3,93</b>	<b>2,78</b>	<b>3,56</b>	<b>4,08</b>	<b>4,77</b>	<b>4,61</b>	<b>5,71</b>	<b>88,25</b>	<b>80,22</b>
Perecederos	3,88	10,96	3,09	(2,31)	0,83	5,27	9,80	8,83	13,54	58,61	19,97
Procesados	16,26	2,32	3,48	2,93	3,55	3,30	3,34	3,32	4,09	24,42	48,32
Comidas fuera del hogar	8,07	4,52	5,17	5,01	4,91	4,97	5,11	5,07	5,26	5,22	11,93
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>4,09</b>	<b>3,93</b>	<b>2,78</b>	<b>3,56</b>	<b>4,08</b>	<b>4,77</b>	<b>4,61</b>	<b>5,71</b>	<b>88,25</b>	<b>80,22</b>
Transables importados	6,38	3,41	4,36	4,44	5,65	6,17	6,42	6,16	6,27	0,16	28,61
Transables no importados	5,72	3,11	2,79	2,30	2,06	1,64	2,02	2,83	4,29	30,83	12,21
No transables clima	4,22	8,44	2,49	(1,85)	1,85	5,77	9,64	8,62	12,16	50,89	29,43
No transables resto	3,81	0,91	3,94	1,47	1,54	0,45	(0,13)	(0,94)	0,62	1,15	(1,96)
No transables comidas fuera del hogar	8,07	4,52	5,17	5,01	4,91	4,97	5,11	5,07	5,26	5,22	11,93
<b>Indicadores de inflación básica</b>											
Sin alimentos		2,82	2,90	2,86	2,81	2,91	2,90	2,76	2,98		
Núcleo 20		3,17	3,12	3,03	3,08	3,43	3,53	3,22	3,40		
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		2,65	2,79	2,83	2,93	3,05	3,12	2,96	3,02		
Inflación sin alimentos ni regulados		1,79	1,80	1,88	1,89	2,06	2,12	1,96	2,01		
<b>Promedio de todos los indicadores</b>		<b>2,61</b>	<b>2,65</b>	<b>2,65</b>	<b>2,68</b>	<b>2,86</b>	<b>2,92</b>	<b>2,72</b>	<b>2,85</b>		

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

*La inflación anual al consumidor se situó en septiembre en 3,73%.*

Durante el tercer trimestre el aumento de la inflación al consumidor obedeció, sobre todo, al incremento en el precio de los alimentos, en especial de aquellos cuyo ciclo productivo fue afectado en alguna medida por las intensas lluvias que se presentaron en el segundo trimestre del año. Adicionalmente, se registraron presiones por cuenta de la depreciación reciente del tipo de cambio, la cual impulsó al alza los precios de los bienes importados, al productor y al consumidor, y lo hicieron tanto en el caso de los bienes intermedios y de materias primas como en los de consumo final. Por el contrario, a pesar del dinamismo de la demanda interna y de la ampliación estimada de la brecha del producto (véase capítulo IV de este informe), no se observaron presiones originadas en este frente. Tampoco hubo indicios de presiones salariales, pese a la mejoría del empleo.

A pesar de la tendencia ascendente de la inflación, en septiembre se completaron cerca de dos años y medio sin que esta superara el rango meta, lo que en parte ha sido posible gracias a una política monetaria acertada que ha logrado paulatinamente anclar las expectativas. En efecto, según las estimaciones de las diferentes encuestas y métodos utilizados por el Banco, estas se mantuvieron por debajo de 4% a lo largo del trimestre (véase capítulo IV).

*La inflación básica no presentó una tendencia definida en el tercer trimestre.*

#### A. LA INFLACIÓN BÁSICA

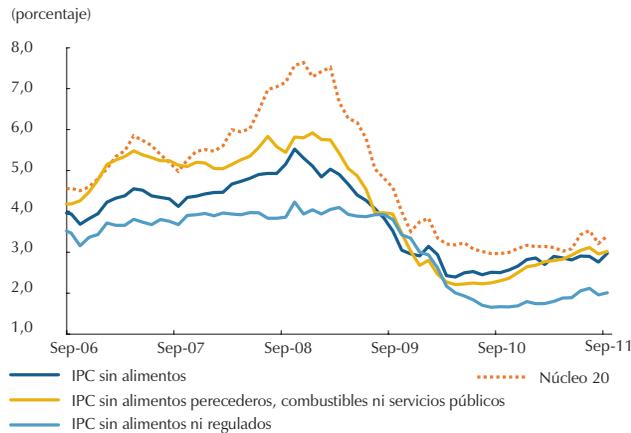
La inflación básica no presentó una tendencia definida en el tercer trimestre, pues se redujo en agosto pero repuntó en septiembre. El resultado para este último mes es muy similar al obtenido a finales del segundo trimestre: 2,9% en el caso del promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco; sin embargo, frente a diciembre de 2010 (2,6%) este promedio sí registra un aumento un poco significativo.

En el tercer trimestre, al igual que en lo corrido del año, los cuatro indicadores de inflación básica se situaron dentro del rango meta de inflación, con la única salvedad del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos ni regulados, el cual estuvo ligeramente por debajo del 2% en algunos meses. Precisamente este indicador continúa mostrando el registro más bajo, con un comportamiento muy poco volátil, alrededor del piso del rango meta. Por el contrario, el núcleo 20 continúa siendo el más alto y variable, con una cifra de 3,4% para septiembre. El único indicador que aumentó en estos últimos meses fue el IPC sin alimentos, cuyo nivel pasó de 2,9% en junio a 3,0% en septiembre (Cuadro 6 y Gráfico 28).

*El ciclo productivo de algunos alimentos perecederos fue afectado por las intensas lluvias del año, lo que ha empezado a repercutir en sus precios.*

Dentro de la inflación básica y del IPC sin alimentos el hecho más sobresaliente, en estos últimos meses, ha sido la aceleración de la variación anual del IPC de transables (excluyendo regulados). Después de más de dos años de encontrarse en terreno negativo, y de contribuir a mantener el registro de la inflación por debajo del punto medio del rango meta, este indicador empezó a mostrar una tendencia ascendente que se consolidó en el tercer trimestre. Así, para septiembre alcanzó una cifra de 0,2%, que aunque baja, es significativa por los antecedentes señalados y porque está por encima de las previsiones hechas en informes anteriores (Gráfico 29).

Gráfico 28  
Indicadores de inflación básica



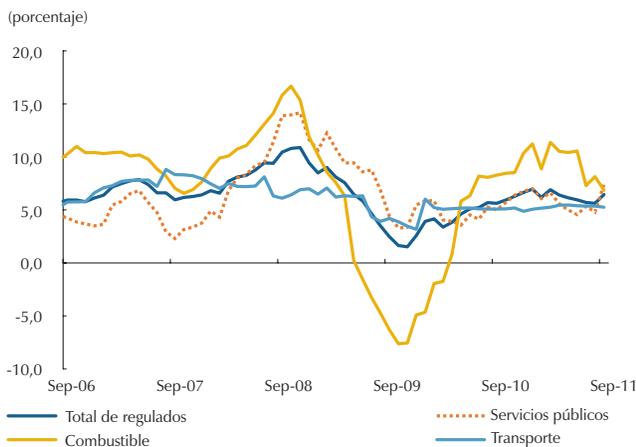
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 29  
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 30  
IPC de regulados y sus componentes (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El aumento en transables (excluidos alimentos y regulados) está relacionado con el comportamiento del tipo de cambio en lo corrido del año, el cual se ha mantenido mucho más estable que lo sucedido entre 2009 y 2010, cuando presentó una fuerte tendencia hacia la apreciación. La situación en los últimos tres meses apunta a que la apreciación del tipo de cambio de los años anteriores ya se transmitió completamente a los precios internos. Esto ha permitido que otros factores como los costos generados internamente, incluidos los salariales, junto con las expectativas de inflación, influyan más en la determinación de los precios de transables. Además, ha hecho que la depreciación leve de agosto y septiembre empiece a transmitirse a estos precios. Por ahora, los incrementos se han concentrado en pocos bienes transables como artículos de joyería y de aseo.

Otro componente del IPC sin alimentos que registró aumentos en su variación anual fue el de regulados: pasó de 6,0% en junio a 6,5% en septiembre (Gráfico 30). La aceleración del tercer trimestre se concentró en septiembre y está vinculada con un gran salto en las tarifas de servicios públicos, y concretamente en las tarifas de la energía de la ciudad de Cali<sup>12</sup>. Para los otros ítems del IPC de regulados (combustible, transporte público municipal, acueducto y gas) la variación anual de sus tarifas se mantuvo estable a lo largo del trimestre o incluso descendió.

Tal es el caso del IPC de combustibles, cuya variación anual cayó significativamente desde 10,6% en junio a 6,8% en septiembre (Gráfico 30), algo que guarda relación con la disminución de los precios internacionales del petróleo en los meses de agosto y septiembre. Es importante anotar que la nueva fórmula para determinar el precio de la gasolina al consumidor, la cual regirá a partir de octubre, incorpora la brecha entre el precio local y el internacional y la dirección de la tendencia del precio internacional. Con base en estos

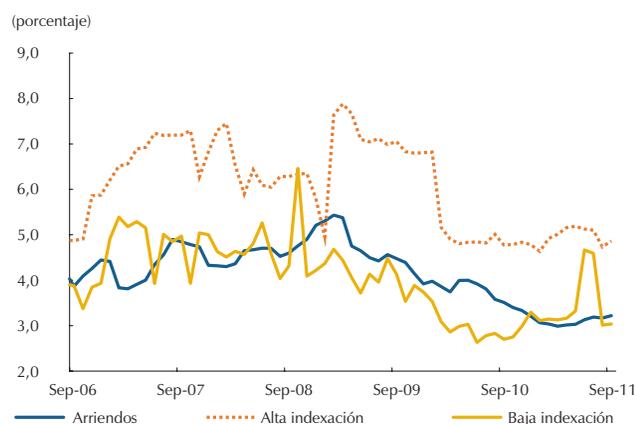
12 De acuerdo con la empresa de servicios públicos de Cali (Emcali), el aumento tarifario, que ascendió al 20% en el mes de septiembre, según lo reportado por el IPC del DANE, debería revertirse, en alguna medida, en los siguientes meses.

dos criterios se determinará la tendencia del ajuste del precio (hacia arriba o hacia abajo) en un porcentaje del 1,5% mensual.

En el tercer trimestre, y luego del repunte del trimestre pasado, la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados se redujo a 3,5%, según lo previsto en el *Informe sobre Inflación* de junio (Gráfico 29). Se confirmó así el carácter transitorio del alza observada hace tres meses la cual se había concentrado en el rubro de diversión, cultura y esparcimiento. De esta manera, una vez se descuenta ese episodio, el IPC de no transables muestra a lo largo del año una importante estabilidad, con una variación anual que se sitúa dentro del rango meta y que sugiere que las presiones originadas por el fuerte crecimiento de la demanda todavía siguen siendo escasas.

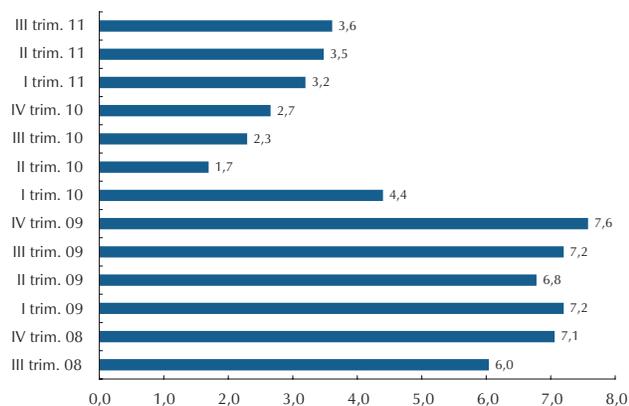
Dentro del grupo de no transables sin alimentos ni regulados, la variación anual del rubro de arriendos siguió aumentando lentamente y se situó en septiembre

Gráfico 31  
IPC de no transables  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 32  
Promedio de incremento en el canon de arrendamiento de las viviendas desocupadas que se volvieron a arrendar (porcentaje)



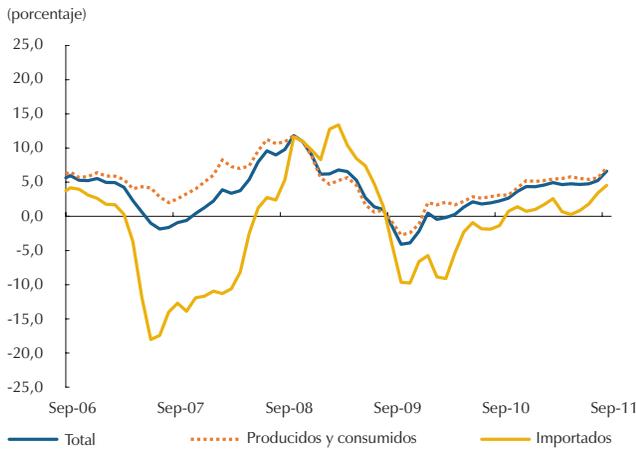
Fuente: Lonja de Propiedad Raíz de Bogotá.

en 3,2% (Gráfico 31). Esta tendencia se ve corroborada por la información de la Federación Colombiana de Lonjas de Propiedad Raíz de Colombia (Fedelonjas), la cual señala que los arriendos de las viviendas ocupadas por nuevos inquilinos se están ajustando a tasas crecientes superiores al 3,0% (Gráfico 32). El subgrupo de rubros que usualmente exhibe una mayor indexación en sus precios (alta indexación) mantiene los ajustes más altos dentro de los no transables, aunque en el último trimestre se observó un descenso en la variación anual (a 4,9%). Aquí se incluyen ítems como servicios de educación, de salud y bancarios, entre otros. Por su parte, los bienes y servicios menos indexados (baja indexación) terminaron el trimestre en 3,0%, después del aumento transitorio del segundo trimestre asociado con diversión, cultura y esparcimiento sobre el que ya se habló.

La inflación al consumidor afrontó crecientes presiones alcistas durante el tercer trimestre, originadas en los costos no salariales, tal como lo sugiere el comportamiento de un número importante de precios de materias primas y bienes intermedios que hacen parte de la canasta del índice de precios del productor (IPP). En efecto, la inflación anual al productor se aceleró de 4,7% en junio a 5,2% en agosto y a 6,6% en septiembre, reflejando los aumentos registrados en sus componentes nacional e importado (Gráfico 33).

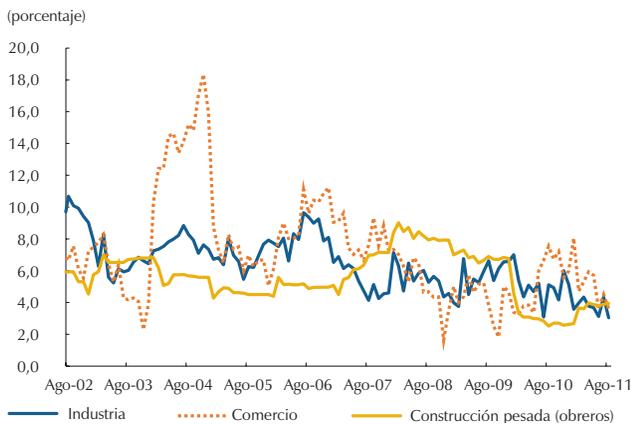
Al igual que con los transables, en el caso del IPP importado la tendencia ascendente guarda relación con la menor apreciación acumulada del tipo de cambio.

Gráfico 33  
IPP según procedencia



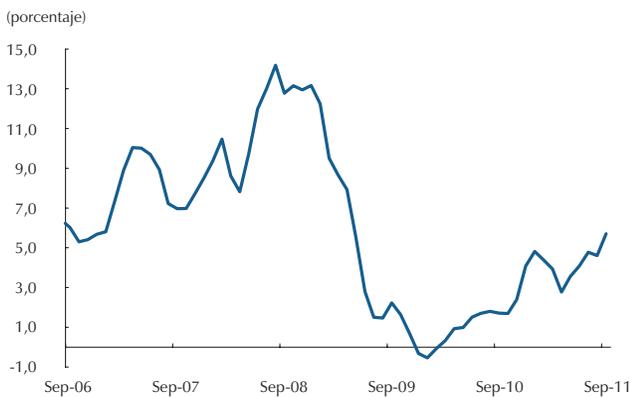
Fuente: Lonja de Propiedad Raíz de Bogotá.

Gráfico 34  
Salarios nominales  
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 35  
IPC de alimentos  
(variación anual)



Fuente: DANE.

Por su parte, la aceleración del componente local es atribuible al incremento en el precio del gas y otros productos mineros (oro incluido), los cuales están respondiendo con rezago a los altos precios internacionales del primer semestre del año. Además, se están presentando algunas alzas en los precios agropecuarios relacionados con una baja oferta interna, resultado del ciclo de producción normal de estos productos (en especial en papa). Se estima, sin embargo, que estas últimas alzas serán transitorias y los precios se reducirán una vez se recupere la oferta<sup>13</sup>.

Finalmente, por el lado de los costos salariales no se enfrentaron presiones de importancia. La mayoría de indicadores salariales siguen mostrando ajustes cercanos al 4%, que son muy similares a lo decretado para el salario mínimo y que no suponen un riesgo para la meta de este año (Gráfico 34).

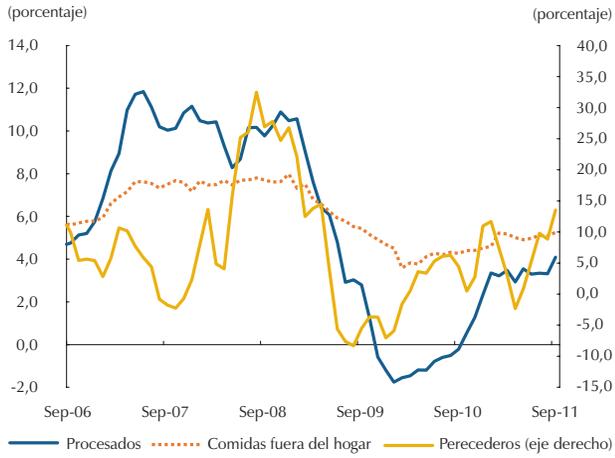
## B. LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS

El aumento en los precios de los alimentos fue la principal causa de la aceleración de la inflación anual al consumidor en el tercer trimestre y en general en lo corrido del año. Los resultados a septiembre superaron las proyecciones efectuadas para el *Informe sobre Inflación* de junio (Gráfico 35 y Cuadro 6).

En general, todos los subgrupos de alimentos se incrementaron; sin embargo, la mayor contribución a la aceleración de la inflación provino de los perecederos, cuyos precios se ajustaron a una tasa anual de 13,5% en el último mes frente a un aumento de 5,3% en junio (Gráfico 36) y en particular del precio de la papa, que registró alzas acumuladas de 45% en estos tres meses. De hecho, si se excluyera este bien del cálculo del IPC, la inflación total anual resultante a septiembre habría estado 17 puntos básicos (pb) por debajo de la oficial. De acuerdo con información obtenida de los productores, la

13 Este comportamiento se ajusta al fenómeno conocido como de *telaraña*, según el cual la oferta de productos agrícolas (y en particular las decisiones de siembra) suele depender del precio de la temporada anterior. Así, cuando el agricultor percibe precios altos, como parece suceder en la actualidad, decide aumentar las siembras, lo cual incrementa la producción en el siguiente período y tiende a reducir los precios.

Gráfico 36  
IPC de alimentos por grupos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

baja oferta de papa es atribuible tanto a la ola invernal del primer semestre como a los bajos precios en ese período, todo lo cual desestimuló las siembras y produjo un relativo desabastecimiento a partir de julio de este año. Estos problemas, no obstante, afectaban mucho menos a otros productos perecederos como las hortalizas y frutas, los cuales a septiembre mostraban ajustes de precios más moderados.

Respecto a los alimentos procesados, su variación anual aumentó a 4,1% para septiembre, luego de haber oscilado alrededor del 3,3% en los primeros ocho meses del año. Esta situación es consecuencia, por una parte, de la menor apreciación acumulada del tipo de cambio, y en particular de la depreciación reciente; y por otra, de los efectos rezagados de las lluvias, que afectaron las instalaciones de los productos avícolas (pollo y huevos), llevando a su encarecimiento. Finalmente, los precios al consumidor de las comidas fuera del hogar crecieron en septiembre 5,3%, 30 pb por encima del registro de junio.

## Recuadro 1

### LA NUEVA FÓRMULA DE LA GASOLINA Y SU POSIBLE IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN AL CONSUMIDOR

Edgar Caicedo G.  
Evelyn Tique C.\*

Desde hace varios años el precio interno de los combustibles en Colombia ha estado vinculado, en algún grado, al precio internacional del petróleo mediante diversas disposiciones del Gobierno. Los aumentos de este último a partir de 2002 han provocado ajustes importantes en el precio interno del orden de 12% anual en promedio durante los últimos diez años, por encima del observado para la inflación al consumidor (5,8%). Con el propósito de reducir el impacto inflacionario de los precios internacionales del petróleo, de limitar los ajustes en el precio interno de los combustibles y de disminuir su volatilidad, el Gobierno nacional, mediante el Ministerio de Minas y Energía, decidió modificar la fórmula para determinar el precio de la gasolina al consumidor, a partir de noviembre de este año. De esta forma, se busca establecer reglas claras en la fijación de este precio, aumentando el grado de transparencia de la gestión pública. El objetivo de esta nota es explicar la nueva metodología e identificar su posible impacto sobre la inflación al consumidor.

#### 1. La nueva fórmula

Para entender el nuevo esquema es esencial conocer la estructura del precio final de la gasolina. El Cuadro R1.1 contiene los valores de los componentes del precio de referencia de venta por galón de gasolina automotor para la ciudad de Bogotá durante el mes de octubre.

El precio al consumidor de la gasolina en Bogotá, al igual que en el resto de ciudades, se construye a partir de tres grandes componentes: el ingreso al productor, los impuestos y los márgenes de comercialización junto con otros gastos. El componente más importante del precio de la gasolina es el ingreso al productor, que es el valor pagado a las refinerías por transformar el petróleo y, como se ilustrará, es la columna vertebral de la fórmula planteada. Como se desprende del Cuadro R1.1, el ingreso al productor de la gasolina corriente sin oxigenar, es decir, sin adicionarle alcohol carburante, representa cerca del 50% del precio final, mientras que el conjunto de impuestos (IVA, global de participación y sobretasa) suman cerca del 28%. Los márgenes

de comercialización y otros representan un poco más del 20% del precio final.

Con la nueva fórmula no se modificó esta estructura. El ingreso al productor aún es determinado mensualmente por el Ministerio de Minas y Energía teniendo en cuenta la evolución del precio internacional del petróleo, el costo de los fletes marítimos y terrestres, los seguros, los gastos de transporte por poliducto y la tasa de cambio<sup>1</sup>. La nueva metodología de cálculo implica que el ingreso al productor (por claridad, es mejor definirlo como el precio interno al productor o refinador) de ahora en adelante estará atado por completo a la evolución del precio de paridad de exportación (por claridad, precio internacional) y no podrá subir o bajar más de 3 puntos porcentuales entre un mes y otro.

La nueva metodología utiliza el concepto económico de *costo de oportunidad*<sup>2</sup> para determinar el precio de venta de referencia, incluyendo tres criterios diseñados con el propósito de reducir la volatilidad, limitar los aumentos o caídas, generar reglas claras en la metodología de cálculo y aumentar la transparencia en la determinación del precio final de la gasolina automotor. Estos tres criterios son: la brecha entre el precio reconocido al productor local y el precio de paridad de exportación; la tendencia del precio internacional del petróleo, y la definición de topes para los posibles ajustes en el precio al productor de la gasolina.

#### Criterio 1 (el diferencial)

La brecha corresponde a la diferencia positiva o negativa entre el precio de paridad de exportación (PPE) diario de la gasolina motor corriente de producción nacional, referenciado al mercado del Golfo de los Estados Unidos de América, y el ingreso del productor vigente para cada día del mes (IP)<sup>3</sup>. Con el cálculo de este diferencial se busca

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

1 Para una explicación más detallada véase: Rincón, Hernán (2009), "Precios de los combustibles e inflación", Borradores de Economía, núm. 581, Banco de la República.

2 El costo de oportunidad de un agente económico corresponde a lo que renuncia cuando toma una decisión. En este caso el costo de oportunidad es el precio al cual podría exportar la gasolina un productor, es decir, es el costo de una venta no realizada en el exterior.

3 Para más detalle de los criterios véase la Resolución 18-1602 del 30 de septiembre de 2011, del Ministerio de Minas y Energía.

Cuadro R1.1  
Estructura del precio de la gasolina corriente oxigenada E8 para Bogotá  
(pesos corrientes/galón)

	Oct-11	Peso (porcentaje)
<b>1. Ingreso al productor de la gasolina motor corriente oxigenada (IP)</b>	<b>4.881,4</b>	<b>57,2</b>
Ingreso al productor de la gasolina motor corriente (92%)	4.198,6	49,2
Ingreso al productor del alcohol carburante (8%)	682,8	8,0
2. IVA	482,9	5,7
3. Impuesto global	722,7	8,5
4. Tarifa de marcación	6,2	0,1
5. Proporción-tarifa de transporte por poliductos de la gasolina motor corriente (92%)	301,9	3,5
6. Proporción-tarifa de transporte del alcohol carburante (8%)	35,2	0,4
7. Margen plan de continuidad de abastecimiento	86,4	1,0
<b>8. Precio máximo de venta al distribuidor mayorista</b>	<b>6.516,7</b>	<b>76,4</b>
9. Sobretasa	1.168,1	13,7
10. Margen al distribuidor mayorista	242,0	2,8
<b>11. Precio máximo en planta de abastecimiento mayorista</b>	<b>7.926,8</b>	<b>92,9</b>
12. Margen del distribuidor minorista	528,6	6,2
13. Pérdida por evaporación	31,7	0,4
14. Transporte de la planta de abastecimiento mayorista a estación.	45,0	0,5
<b>15. Precio de referencia de venta por galón</b>	<b>8.532,2</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Ministerio de Minas y Energía

que el precio reconocido al productor de la gasolina sea valorado de acuerdo con su costo de oportunidad, es decir, con el precio al cual podría exportarse.

El  $PPE_t$  se calculará el último día hábil de cada mes siguiendo la fórmula y valores definidos en la Resolución 18-1602 del 30 de septiembre de 2011, del Ministerio de Minas y Energía:

$$PPE_t = ((0,7 \times UNL87_t + 0,3 \times Nafta_t) - FL_t - CT_t) \times TRM_t$$

Donde  $UNL87_t$  es la cotización del índice UNL 87 (Ron 92) en la U.S. Gulf Coast Waterborne de la publicación *PLATT's* de Standard & Poor's, expresado en US\$/galón, en el día  $t$ ;  $Nafta_t$  corresponde a la cotización del índice de la Nafta en la Costa del Golfo de los Estados Unidos de la publicación *PLATT's* de Standard & Poor's, expresados en US\$/galón, en el día  $t$ ;  $FL_t$  son los fletes marítimos o terrestres y demás costos incurridos para exportar un galón de gasolina desde un puerto colombiano hasta la Costa del Golfo de los Estados Unidos, expresado en US\$/galón, en el día  $t$ ;  $CT_t$  es el costo de los fletes por poliducto o terrestres para transportar un galón de gasolina desde la refinería hasta el puerto de exportación local, expresado en US\$/galón, en el día  $t$ , y  $TRM_t$  corresponde a la tasa de cambio representativa de mercado vigente para el día  $t$ .

### **Criterio 2 (la tendencia)**

La tendencia mensualizada será calculada mediante una regresión estadística con los datos de los últimos sesenta días calendario del  $PPE_t$  definido anteriormente (véase la Resolución 18-1602 del 30 de septiembre de 2011). Con esta nueva metodología solo será posible aumentar los precios locales de la gasolina si los precios internacionales siguen una tendencia al alza; y a la inversa: solo serán posibles caídas en el precio local siempre que la tendencia del precio internacional esté a la baja.

### **Criterio 3 (topes de los ajustes)**

El nuevo esquema establece unos límites a las variaciones en el precio de la gasolina que dependen del cruce y simultaneidad de los dos criterios anteriores. En el Cuadro R1.2 se definen los escenarios posibles de ajuste o estabilidad en el  $IP$ . Cuando la tendencia del precio internacional de la gasolina (precio de paridad de exportación) va al alza y el precio local (ingreso al productor) es menor al internacional, el  $IP$  para el siguiente mes podría subir máximo 3%.

Para ofrecer mayor claridad se propone el siguiente ejemplo. Supóngase que el  $PPE$  sube 10% en un determinado mes, es mayor que el  $IP$  vigente y la tendencia del  $PPE$  presenta una trayectoria alcista. El cumplimiento de estos dos criterios

Cuadro R1.2  
Posibles escenarios de ajuste o estabilidad en el ingreso al productor

	IP vigente (precio local) > PPE (precio externo)	IP vigente (precio local) < PPE (precio externo)
PPE con tendencia al alza	Igual	IP vigente sube hasta 3%
PPE con tendencia a la baja	IP vigente baja hasta 3%	Igual

Fuente: Ministerio de Minas y Energía, con base en la Resolución 18-1602 del 30 de septiembre de 2011.

indicaría que el *IP* subirá para el siguiente mes máximo 3%, lo que equivaldría a que el precio final de la gasolina subiría alrededor de 1,5%. Ahora bien, si el incremento del *PPE* hubiese sido de 0,5% y se mantienen los dos criterios, el *IP* aumentaría para el nuevo mes en 0,5% y el precio final al consumidor lo haría en 0,25%. En forma idéntica se operaría cuando el *PPE* disminuya en 10%, el precio internacional es menor al local y la tendencia del *PPE* declina. En este caso, el precio reconocido al productor para el mes siguiente bajaría 3,0% y el del consumidor lo haría en 1,5%.

Como se desprende de los escenarios anteriores, los cambios mes tras mes en la variación del *IP* no podrán salirse de un rango estrecho que va de -3% a +3%, lo cual equivaldría a un margen que aproximadamente iría de -1,5% a +1,5% en el precio público de venta. Esto significa que el máximo ajuste posible en todo un año sería de 19,6%<sup>4</sup> en el IPC de la gasolina.

Es importante anotar que con el esquema que estaba vigente se imponían mayores ajustes en el precio final de la gasolina; por ejemplo, recientemente se experimentaron ajustes por encima del 1,5%, como los presentados en diciembre de 2010 (2,6%) y marzo de 2011 (2,3%). Además, en el año 2000 se acumuló un incremento anual en el IPC de la gasolina superior al 30% y en 2003 uno de 22,0%.

## 2. Impacto inflacionario

Teniendo en cuenta los máximos ajustes factibles en un mes y en un año completo en el precio final de la gasolina, en el Cuadro R1.3 se presentan los efectos directo e indirecto sobre la inflación al consumidor de posibles choques en el precio interno de la gasolina. Para ello se realizó un ejercicio estándar de matriz insumo-producto, utilizando la información de cuentas nacionales de oferta-utilización del DANE correspondiente al año 2008<sup>5</sup>.

4 El 19,56% se obtiene de anualizar la variación mensual de 1,5% ( $1,015^{12}$ ).

5 La descripción matemática de un ejercicio similar se puede encontrar en J. Leibovich y E. Caicedo (1996). "Apertura e inflación

Al tomar el máximo incremento mensual posible en el precio al público de la gasolina, es decir 1,5%, la inflación anual se aceleraría máximo en 7 puntos básicos (pb). Si el mismo ajuste se aplica al ACPM<sup>6</sup> el impacto conjunto haría expandir la inflación anual en 9 pb. De otra parte, en el peor escenario posible para un año completo (i. e. un aumento de 19,56% en el precio de la gasolina), la inflación anual aumentaría como máximo 91 pb. Conjuntamente, si se diera un ajuste de la misma magnitud en el precio del ACPM, la inflación aumentaría<sup>7</sup> máximo hasta 121 pb.

No hay que olvidar que mediante la matriz insumo-producto se tiende a sobrestimar el impacto sobre los precios al consumidor. Este tipo de análisis es estático al utilizar coeficientes técnicos y ponderaciones fijas, que no tienen en cuenta la sustitución en la producción. Asimismo, se ignoran aspectos de la demanda claves para cuantificar el verdadero cambio en el nivel de precios.

en la economía colombiana, 1990-1995", *Desarrollo y Sociedad*, núms. 36-37, CEDE, Universidad de los Andes.

6 Para el caso del ACPM no se diseñó una nueva fórmula. El precio se fija mediante resoluciones mensuales del Ministerio de Minas y Energía, que tienen en cuenta el comportamiento de los precios internacionales, el tipo de cambio y costos diversos, con los cuales se determinan los ajustes en el precio de venta al público. Adicionalmente, el ACPM no hace parte del IPC, por lo que su efecto sobre la inflación es solo indirecto.

7 El cálculo del impacto inflacionario de este artículo es de una magnitud menor al reseñado por Rincón (2009). Esto sucede porque en nuestro ejercicio se utilizó un matriz insumo-producto más reciente y porque las ponderaciones utilizadas para gasolina y ACPM son menores dentro de la rama de producción de la refinería del petróleo de cuentas nacionales.

Cuadro R1.3  
Impactos sobre la inflación de posibles choques en el precio de los combustibles  
(puntos base)

Choque (porcentaje)	Efecto directo	Efecto indirecto		Efecto total		Efecto total
	Gasolina	ACPM	Gasolina	ACPM	Gasolina	ACPM + gasolina
1,5	4,4	2,4	2,6	2,4	6,9	9,3
5,0	14,6	7,8	8,6	7,8	23,1	31,0
10,0	29,1	15,7	17,1	15,7	46,3	61,9
15,0	43,7	23,5	25,7	23,5	69,4	92,9
19,6	57,0	30,7	33,5	30,7	90,5	121,2

Fuente: DANE; cálculos de los autores.

## IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

**El buen desempeño de la economía a septiembre permite** esperar un crecimiento para 2011 mayor que el de 2010.

**Pese a un panorama externo más complicado, se mantuvo** el pronóstico de crecimiento para 2011 entre 4,5% y 6,5%.

**Para 2012 el pronóstico del PIB se redujo** un poco a un rango entre 4% y 6%.

**Por choques transitorios de oferta agrícola la inflación al consumidor** aumentará en el cuarto trimestre de este año. Sin embargo, la probabilidad de que en diciembre la inflación termine dentro del rango meta es elevada.

### A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

En este informe se actualizaron los pronósticos de crecimiento para 2011 y 2012 teniendo en cuenta la información observada al tercer trimestre, discutida en el capítulo II. En general, para los últimos meses de 2011 no se vislumbran cambios importantes en las tendencias de los diferentes agregados que conforman el PIB, lo que permite ser optimista sobre su comportamiento de finales de año. Este pronóstico, sin embargo, supone que el contexto internacional no se agravaría aún más por los problemas de deuda en Europa y que no se daría un contagio importante sobre la confianza interna. En caso contrario, existiría un riesgo no despreciable de que el crecimiento colombiano se desacelere hacia finales de 2011 frente a lo observado en lo corrido del año y de que esta situación se prolongue hacia 2012.

*El pronóstico central de crecimiento para 2011 y 2012 supone que la situación internacional no se agrava.*

De todas maneras, incluso en el escenario pesimista, los pronósticos apuntan a un crecimiento para todo 2011 que sería mayor que el de 2010, dado el muy buen desempeño de la economía en los tres primeros trimestres del año. Para 2012 la incertidumbre aún es muy alta y los riesgos a la baja tendieron a aumentar en todos los escenarios frente a lo considerado en el informe anterior, por lo que el intervalo se revisó ligeramente a la baja.

*En el escenario central de pronóstico no se espera un contagio importante de los problemas de Europa y los Estados Unidos hacia la confianza interna.*

En el escenario central, los pronósticos de PIB para lo que resta de 2011 presentados en este documento suponen un menor crecimiento mundial y menores remesas que las contempladas en el *Informe sobre Inflación* anterior. A pesar de ello no se prevé una caída importante en los términos de intercambio gracias a que los precios del petróleo y de otros productos mineros continuarán siendo históricamente altos. Esto deberá seguir impulsando la economía dado su efecto sobre el ingreso nacional y la confianza de inversionistas. Por esta razón, se espera un buen comportamiento de la inversión extranjera directa (IED) para el cuarto trimestre, principalmente de la destinada al sector minero, lo que conllevará a un registro récord para todo el año.

En el frente interno para el escenario central se espera que la confianza de consumidores y empresarios se mantenga en niveles relativamente altos, lo que implica la ausencia de un contagio importante por la situación en Europa, como ya se mencionó. Frente al informe anterior los cambios más significativos se dieron en el crecimiento esperado para el consumo y la inversión públicos, como se detalla más adelante.

Para 2012 en el escenario central, al igual que en los escenarios extremos, se contempla un panorama externo menos favorable que el previsto para 2011 como consecuencia de los posibles efectos de la crisis de deuda en Europa y del problema fiscal de los Estados Unidos. Debido a ello se supone un menor crecimiento mundial y de los socios comerciales de Colombia y una caída moderada en los precios de las materias primas, como se discutió en el capítulo I de este informe. Asimismo se espera una reducción de la IED frente a lo que se prevé para 2011, aunque manteniéndose en niveles superiores a los del promedio de los últimos diez años. En contraste, en el ámbito interno los supuestos para el consumo y la inversión pública mejoraron frente a 2011 y a lo previsto en el informe de junio. Algo similar sucedió con la producción esperada para el sector minero, en especial aquella diferente al petróleo.

Cabe recordar que los supuestos utilizados en la proyección del PIB varían de acuerdo con los tres escenarios de contexto internacional y balanza de pagos presentados en el capítulo I. Estos supuestos son consistentes con distintas magnitudes de contagio del contexto externo sobre la economía colombiana. En particular, en el escenario central se supone una transmisión moderada y similar a la observada hasta ahora, donde los efectos principales se han concentrado en las primas de riesgo y el tipo de cambio, pero sin golpear la confianza de los agentes locales. En el escenario pesimista, donde la economía de los países desarrollados registraría un retroceso importante (aunque no tan profundo como el de 2008-2009), los efectos sobre la confianza local de inversionistas y consumidores serían importantes.

*Para 2012 se espera un mayor crecimiento del consumo público y la inversión en obras civiles frente al previsto para 2011.*

Adicionalmente, los supuestos para gasto público utilizados en las proyecciones son: 1) para todo 2011 se prevé que el consumo del Gobierno crecería en un intervalo entre 2,0% y 3,0%, mientras que la inversión pública lo haría entre 1,1% y 3,1%. Esto implicaría que en el cuarto trimestre estos agregados se aceleran con respecto a lo observado en la primera mitad del año. 2) Para 2012 se estima una

*Para lo que queda de 2011 el crecimiento estaría impulsado por la demanda interna, pero con alguna desaceleración en la inversión.*

aceleración en el consumo público, el cual crecería entre 3,7% y 5,7%, y en la inversión pública (en obras civiles principalmente) que presentaría una dinámica robusta en un intervalo entre 9,9% y 13,9%.

Los resultados de los modelos para 2011 apuntan a un buen desempeño de la demanda interna a finales de año en los escenarios central y alto, impulsada principalmente por el consumo de los hogares. Para ambos casos, la expansión de este agregado sería similar a lo que se observó en los primeros trimestres del año. En el escenario bajo, por su lado, se esperaría una leve desaceleración en su tasa de crecimiento. Al margen de los diferentes supuestos, dentro del gasto de los hogares el mayor dinamismo vendría por cuenta de los bienes semidurables y los durables tal como ha sucedido en lo corrido del año.

La inversión diferente de obras civiles mostraría una desaceleración en el último trimestre del año con respecto a las altas tasas registradas en los tres trimestres anteriores. No obstante, para el año completo exhibiría un importante dinamismo al crecer a una tasa superior al 20% frente al año anterior. Con esta dinámica, dicho componente de la inversión presentaría un nivel mayor en 30% al que se observó en 2009, cuando se sintieron con más fuerza los efectos de la crisis financiera internacional.

En pesos constantes el desempeño de las exportaciones para finales de 2011 seguiría siendo bueno y similar al observado en los trimestres anteriores, independientemente del escenario externo. Esto se explica porque buena parte de las ventas al exterior corresponden a materias primas, cuya producción reacciona poco a la demanda externa en el corto y mediano plazos, y también porque los efectos de un menor crecimiento mundial en las exportaciones diferentes a materias primas se sentirían a partir del próximo año, principalmente.

Así, para el año completo las exportaciones deberán mostrar un crecimiento significativamente mayor que el observado en 2010. Este buen dinamismo, sin embargo, sería compensado por una expansión también considerable de las importaciones, para las cuales no se espera un quiebre en sus tendencias a finales de año. De esta forma, la contribución de la demanda externa neta al crecimiento del PIB sería negativa en todo 2011, como ocurrió el año pasado.

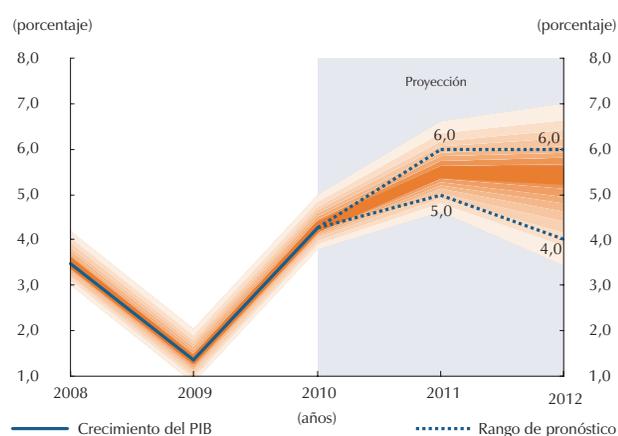
Por el lado de la oferta se espera que los sectores de mayor dinamismo durante lo corrido de 2011, como la minería, el comercio y el transporte, continúen mostrando un buen desempeño en el cuarto trimestre. Así, para todo el año dichas ramas obtendrán los mejores guarismos en materia de crecimiento con tasas superiores al 6%. No obstante, la rama de servicios financieros e inmobiliarios, con una expansión que rodeará el 5% en 2011, será la que más contribuirá al crecimiento, dada su importancia en el PIB total. Por su lado, los sectores de más débil desempeño serán el agropecuario y el de electricidad, gas y agua, que aunque crecerán respecto a 2010, solo lo harán a tasas un poco por encima de 2%. Cabe mencionar que en el caso agrícola el resultado obedece, en buena parte, al mal año de la cosecha cafetera, que se reflejará en contracciones anuales

*Se espera un pobre desempeño del sector agropecuario en lo que resta de 2011 a causa del impacto de las lluvias en la producción cafetera.*

de su PIB durante los últimos tres trimestres del año, hecho relacionado con el invierno y problemas fitosanitarios.

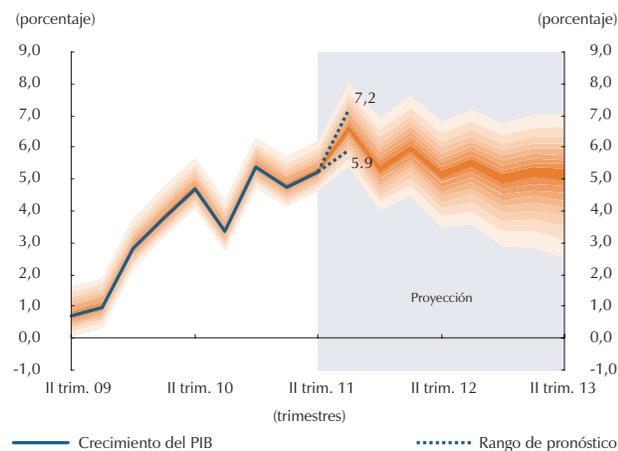
Así las cosas, los resultados en los distintos escenarios son coherentes con un intervalo de crecimiento para el PIB de 2011, que se ubica entre 5% y 6%. El rango de pronóstico en el presente informe conserva el mismo punto medio del intervalo presentado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior (entre 4,5% y 6,5%). De esta forma, la proyección de crecimiento para 2011 no cambió de manera relevante con los nuevos datos observados. Por su parte, el balance de riesgos para 2011 se mantiene equilibrado, pues los riesgos al alza asociados con la posibilidad de una mayor dinámica de la demanda interna, en particular la privada, compensan los que irían a la baja, relacionados con un mayor impacto de la crisis internacional a finales de 2011 (gráficos 37 y 38).

Gráfico 37  
Fan chart del crecimiento anual del PIB  
(promedio anual)



Fuentes: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38  
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral  
(promedio anual)



Fuentes: DANE; cálculos del Banco de la República.

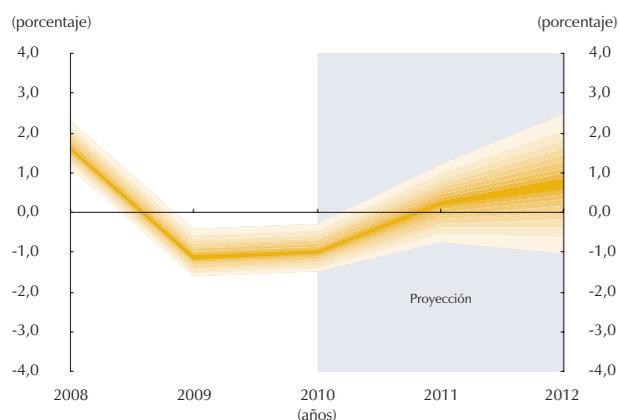
Respecto a 2012 los supuestos más pesimistas asociados con el desempeño de la economía mundial, junto con la consideración de los distintos escenarios de contagio a la economía colombiana conllevaron una revisión a la baja del intervalo de crecimiento. Así, en este informe se estima que en 2012 la expansión del PIB estaría entre 4% y 6%, frente a un intervalo entre 4,5% y 6,5% previsto hace tres meses.

Con una crisis externa limitada y un contagio leve hacia la confianza de los agentes locales, el escenario central de pronóstico prevé que se mantenga el alto dinamismo de la demanda interna observado en 2011. El consumo privado deberá crecer a una tasa superior a su promedio pero presentaría una desaceleración con respecto a lo que se habría tenido en igual escenario para 2011. Un comportamiento parecido se observaría en la inversión diferente de obras civiles, de esta forma, la razón inversión/PIB aumentaría levemente y sería cercana al 30%. No se espera un impacto relevante sobre el PIB por cuenta de la aprobación del TLC con los Estados Unidos, en vista de que su implementación se haría hasta bien entrado 2012 y el desmonte de los aranceles en los sectores más sensibles será gradual y tardará varios años.

En el escenario pesimista una crisis internacional más fuerte se transmitirá en especial vía el canal de la confianza, de manera similar a lo que sucedió en 2008-2009. En este caso, la inversión privada será el rubro más golpeado, esperándose una desaceleración importante, pero no una contracción como sucedió en el anterior período de crisis. Para las importaciones sí

se espera una desmejora. Las exportaciones también mostrarían menores aumentos que los que se observarían en 2011, pero una menor variabilidad dentro del intervalo. Respecto al balance de riesgos para 2012, en este informe se considera que los riesgos más importantes que pesan sobre la senda central de pronóstico aún son a la baja, debido al cada vez más complicado panorama externo. Aunque existen también algunos riesgos alcistas, principalmente relacionados con la posibilidad de que la demanda pública o menores costos de producción (por la reducción de los precios de las materias primas y de los aranceles) estimulen al crecimiento más de lo previsto en la senda central, se considera que estos tienen menor probabilidad de materializarse que los riesgos bajistas; en especial, si la situación externa se complica y esto conduce a un menor flujo de capitales y a una depreciación del peso. Así las cosas, para este informe el *Fan chart* tiene un sesgo a la baja, similar al presentado en el informe trimestral de junio (gráficos 37 y 38).

Gráfico 39  
Fan chart de la brecha del producto  
(promedio anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Con base en los pronósticos de crecimiento para 2011 y para 2012, se estimó una nueva brecha del producto, con unos resultados que se resumen en el *Fan chart* del Gráfico 39. En esta oportunidad los modelos muestran que la brecha habría entrado a terreno positivo desde el segundo trimestre de este año, un trimestre antes de lo calculado para el informe anterior. Para la senda central de pronóstico del PIB la brecha continúa ampliándose lentamente en la segunda mitad de 2011 y en 2012. En particular, la brecha promedio para 2011 sería 0,20%, un nivel ligeramente mayor que el estimada en el informe de junio (0,13%). El crecimiento del PIB potencial implícito en este cálculo se ubica en el intervalo entre 4,3% y 4,5%.

En materia de mercado laboral, las cifras anteriores implican que la tasa de desempleo seguiría reduciéndose en lo que resta de 2011, para situarse al cerrar el año levemente por encima de aquella tasa consistente con una inflación estable (Nairu por su sigla en inglés). De esta manera, dado el desempeño económico previsto, la brecha del mercado laboral deberá cerrarse por completo o incluso podría hacerse ligeramente negativa durante el cuarto trimestre de este año o a comienzos de 2012<sup>14</sup>. Este cierre de la brecha del mercado laboral podría empezar a reflejar algún exceso de demanda de fuerza de trabajo, aumentando la probabilidad de que los ajustes de salarios se pacten a tasas superiores a las que son compatibles con el cumplimiento de la meta de inflación de largo plazo.

14 La brecha del mercado laboral se mide como la diferencia entre la tasa de desempleo medida por el DANE y la Nairu. Cuando la brecha es positiva, las condiciones del mercado laboral son holgadas y las presiones sobre los salarios tienden a ser bajas. Lo contrario sucede cuando la brecha laboral es negativa.

*La reducción en la proyección de los precios de materias primas atenuó las presiones inflacionarias previstas en el informe anterior.*

## B. INFLACIÓN

### 1. Pronósticos

El mercado deterioro en las condiciones externas debido al problema de la deuda soberana en Europa tuvo repercusiones importantes en el pronóstico central, así como en el balance de riesgos de inflación. Las menores perspectivas de crecimiento para la economía global, junto con una reducción en las proyecciones de los precios de las materias primas, atenuaron las presiones inflacionarias provenientes de la demanda interna que se preveían para el mediano plazo en el informe anterior. Esta circunstancia, además, compensó las alzas que se esperan para los precios internos de los alimentos y las que podrían provenir de los salarios y de las expectativas de inflación si esta última termina el año en ascenso y muy cerca del techo del rango meta, como es probable. Debido a ello, en este informe se redujeron los pronósticos de las inflaciones total y básica para el próximo año y para 2013.

De acuerdo con los modelos del Banco, el principal canal de transmisión de la compleja situación externa actual sobre la inflación al consumidor en Colombia serían los precios de las materias primas. La reducción en estos pronósticos disminuyó la senda del IPC de regulados de manera significativa frente a lo previsto en el *Informe sobre Inflación* de junio. Con precios del petróleo y de combustibles en lo que resta de 2011 y en 2012 por debajo de los niveles promedio que se observaron en lo corrido del año a septiembre (USD95 para el barril de WTI), los ajustes en los precios internos de la gasolina y del gas domiciliario deberán ser menores que los reportados en los trimestres anteriores y que lo proyectado hace tres meses.

Adicionalmente, precios más bajos para las materias primas, incluido el petróleo, implican menores ajustes o incluso reducciones en los costos de producción y, sobre todo de transporte para lo que queda del año y para el próximo. Los efectos se sentirán en un amplio conjunto de bienes que incluye tanto alimentos como productos transables y no transables. Los pronósticos que se presentan en el presente informe recogen dichos efectos, por lo que se proyectan disminuciones en las sendas de varias de las subcanastas en que se descompone el IPC, además de los regulados.

El difícil panorama externo también se transmitiría a la inflación interna vía los cambios en la postura monetaria internacional, y sus efectos sobre el tipo de cambio y los precios de los bienes transables. En el *Informe sobre Inflación* de junio se supuso que los bancos centrales de los países desarrollados comenzarían a normalizar las condiciones monetarias y a subir sus tasas de interés a partir de 2012. Pero con la posibilidad de una nueva recaída económica en los Estados Unidos y Europa, dicho ajuste se ha postergado al menos hasta mediados de 2013. Debido a ello se estiman menores presiones hacia la depreciación del tipo de cambio en el mediano y largo plazos frente a lo contemplado en el informe de junio, con la consiguiente reducción de los pronósticos de la inflación de transables a un horizonte superior a tres trimestres.

*Con tasas de interés externas muy bajas hasta 2013, se estiman menores presiones hacia la depreciación del tipo de cambio y pocos ajustes en los precios de transables en el mediano plazo.*

*La inflación de no transables esperada se redujo comparada con la del informe anterior, pero se mantuvo por encima del punto medio del rango meta.*

No obstante, en el corto plazo sí se revisó al alza la proyección de transables debido a la depreciación observada entre agosto y septiembre. Sin embargo, al igual que aconteció en la crisis más reciente, se espera que las presiones sobre el tipo de cambio sean transitorias en su mayor parte.

Otro cambio importante en los pronósticos, que también estaría vinculado con un escenario externo mucho más débil, se presentó en la inflación de no transables. Aquí también se proyecta una disminución significativa de la senda esperada para los próximos trimestres como resultado de las menores presiones de costos, asociadas con las caídas en los precios de las materias primas y con un menor pronóstico del crecimiento para 2012 (véase el literal A de este capítulo). Adicionalmente, algunos choques transitorios que se registraron a finales del segundo trimestre en los no transables (en especial en el grupo de diversión, cultura y esparcimiento) se revirtieron en el tercer trimestre en una cuantía mayor que la anticipada en el informe pasado.

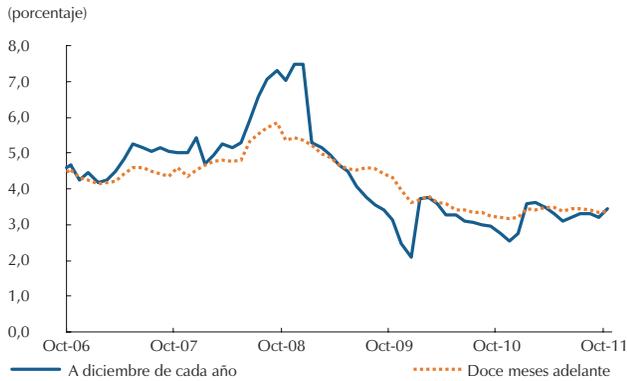
Pese a lo anterior, el pronóstico central de inflación contempla un crecimiento económico en Colombia que continúa siendo relativamente alto en lo que resta de 2011 y para todo 2012, especialmente en lo concerniente a la demanda interna. Como se mencionó, la brecha del producto se mantiene en terreno positivo y con tendencia a aumentar, lo que apunta a que las presiones sobre precios originadas en este frente serán crecientes en el mediano plazo. Por esta razón, la inflación de no transables sin alimentos ni regulados se mantendría por encima del punto medio del rango meta en todo este período.

Con las menores presiones de costos de materias primas y de tipo de cambio, la inflación anual sin alimentos, junto con los otros indicadores de inflación básica, se mantendrá alrededor del punto medio del rango meta de largo plazo (3%) en lo que resta del año y a comienzos de 2012, y exhibiría una tendencia levemente decreciente hacia finales de ese año. Esta senda es menor que la obtenida hace tres meses, cuando se esperaba que la inflación sin alimentos se mantuviera por encima de 3%.

En el corto plazo las presiones alcistas más importantes provienen de los precios de los alimentos. Se estima que la oferta agropecuaria de finales del presente año continuará mostrando los efectos rezagados de la fuerte temporada de lluvias del segundo trimestre y de la nueva temporada de lluvias que se inició en octubre. Asimismo, en el caso de algunos alimentos perecederos, la producción seguirá disminuida por los bajos precios relativos observados hacia mediados de año. Sin embargo, como ha sucedido en el pasado, todas estas alzas tienen un carácter transitorio: los precios y la variación anual de alimentos alcanzarían un nivel máximo entre el cuarto trimestre de este año y el primero del próximo y deben descender a partir del segundo trimestre para converger hacia el 3% a finales de 2012 y comienzos de 2013. A lo anterior se suman menores presiones en el mediano plazo por cuenta de los precios internacionales, que deberán descender un poco como respuesta a la demanda mundial más débil.

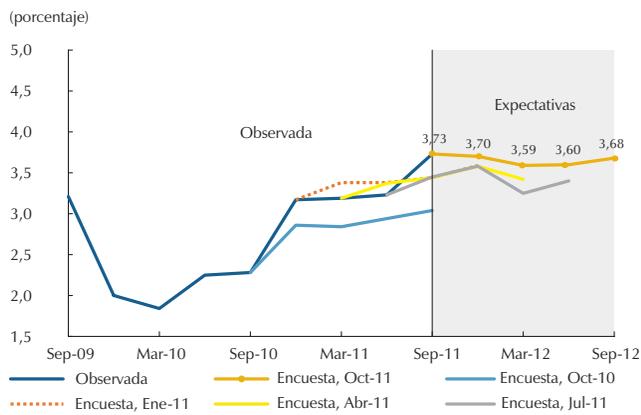
*En el corto plazo las presiones alcistas más importantes provienen de los precios de los alimentos; sin embargo, estas alzas deben ser transitorias.*

**Gráfico 40**  
**Pronóstico de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa**



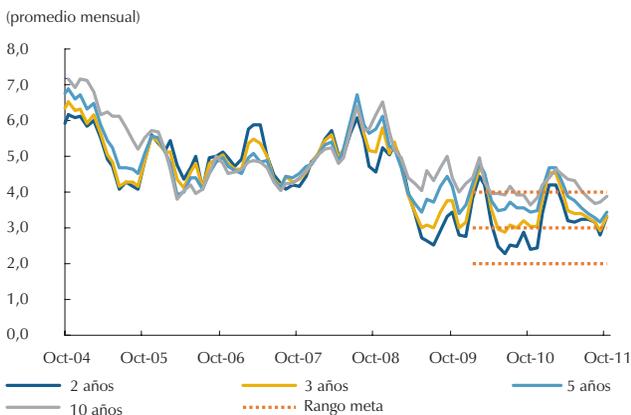
Fuente: Banco de la República.

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



Fuentes: DANE y Banco de la República.

**Gráfico 42**  
**Expectativas de inflación derivadas de los TES (a 2, 3, 5 y 10 años)<sup>a/</sup>**



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

Dado todo lo anterior, la inflación anual al consumidor no deberá enfrentar presiones fuertes que la sitúen por encima del rango meta, excepto por aquellas provenientes del precio de los alimentos en los próximos dos trimestres. Sin embargo, hacia mediano y largo plazos el choque de oferta en alimentos tenderá a desaparecer y con ello la inflación total retomaría una tendencia descendente, ayudada por precios de las materias primas y tasas de depreciación del tipo de cambio más moderadas que las contempladas hace tres meses. Estos factores neutralizarían las presiones alcistas generadas por el crecimiento que se anticipa para la demanda interna.

Hasta mediados de octubre el comportamiento de las expectativas de inflación apoyaba estos pronósticos. Las mediciones obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República aplicada a operadores del mercado financiero mostraba una inflación esperada a diciembre de 3,4% para diciembre de 2011 y octubre del próximo año, sin presentar cambios de importancia con respecto a las mediciones efectuadas en trimestres anteriores (Gráfico 40). Algo similar se observa con la encuesta más amplia efectuada a empresas, analistas y sindicatos, entre otros, con valores promedio esperados para la inflación total de 3,7% para los horizontes de tres y doce meses (Gráfico 41).

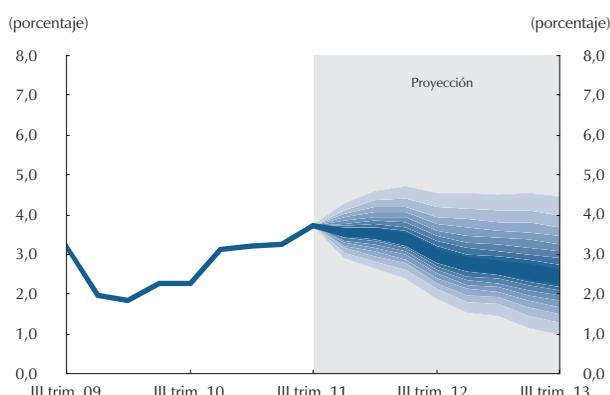
Las estimaciones obtenidas a partir de los títulos de deuda pública (TES tasa fija y UVR) también continuaron alineadas con la meta, y no solo las de corto y mediano plazos, sino también las de largo plazo. Así, con información a la tercera semana de octubre, la inflación esperada a dos, tres, cinco y diez años se mantenía entre 2% y 4%, como ha venido sucediendo con pocas excepciones desde hace más de un año y medio (Gráfico 42).

De acuerdo con la información actual, a la fecha de redacción de este informe las expectativas de inflación no amenazaban el cumplimiento de las metas de largo plazo. Sin embargo, con un pronóstico de aceleración de la inflación para el cuarto trimestre de este año, ellas podrían aumentar y afectar el proceso de fijación de precios y salarios, como se menciona más adelante.

## 2. Balance de riesgos

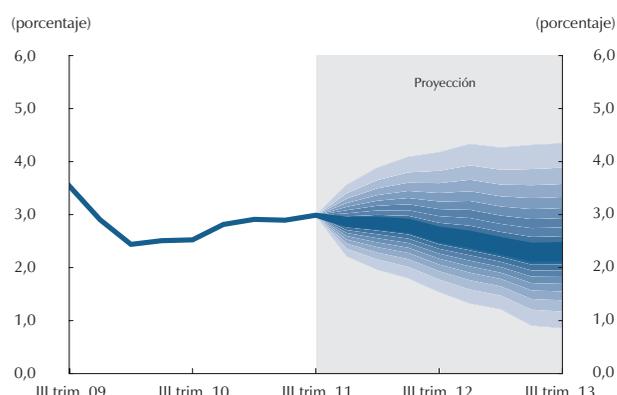
Aunque el pronóstico de inflación a dos años se redujo frente al informe anterior debido al deterioro del panorama externo, hoy en día predominan los riesgos al alza sobre esta proyección central. Esto ha quedado plasmado en los balances de riesgo (o *Fan chart*) para la inflación total y sin alimentos que se presentan en los gráficos 43 y 44, y cuya asimetría aumentó de manera importante frente a los que se tenía en junio. Esto obedece en especial a las presiones transitorias que podrían provenir de los alimentos, atribuibles en parte al fenómeno de La Niña, y que hasta el momento han generado aumentos en precios mayores a los esperados en informes anteriores, así como por un comportamiento de la demanda interna que podría ser más dinámico que el previsto, lo que repercutiría en los precios de una amplia gama de bienes y servicios, principalmente de los no transables.

Gráfico 43  
*Fan chart* de la inflación total



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 44  
*Fan chart* de la inflación sin alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los balances de riesgos tienen una amplitud considerable frente a las tendencias pasadas, debido a que el grado de incertidumbre ha aumentado de manera considerable en los últimos meses. En particular, la creciente desconfianza que se percibe en las economías desarrolladas, principalmente en Europa, se ha dado en un entorno de mayor volatilidad y estrés financieros. Esto afecta enormemente la capacidad de pronóstico en Colombia de variables como la tasa de cambio, los precios internacionales de bienes básicos exportados e importados por el país y los flujos de capitales, entre otros.

En particular, los principales riesgos al alza contemplados en este informe son:

- *Un mayor dinamismo de la demanda interna.* Los indicadores disponibles al tercer trimestre muestran que el consumo privado continúa mostrando una dinámica importante, la cual podría acelerarse más allá de lo previsto en este informe debido a que el fuerte incremento del crédito seguramente se extenderá hasta el cuarto trimestre de este año y comienzos del próximo. Adicionalmente, las expectativas del consumidor hasta septiembre conti-

*La proyección central de inflación enfrenta más riesgos al alza que a la baja.*

nuaban en niveles relativamente altos, mostrando todavía una buena predisposición al endeudamiento, con muy pocos síntomas de contagio de la coyuntura externa. Esto podría continuar hacia los próximos meses si la crisis externa logra ser frenada y no demuestra ser muy severa. De la misma manera, en cuanto a la inversión, los actuales pronósticos centrales podrían subestimar su crecimiento, pues en 2012 se ejecutarían proyectos de obras civiles que por diversas razones han presentado retrasos este año. Algo similar puede decirse con respecto al consumo público. Los aumentos en las tasas de interés que se han dado hasta la fecha podrían ser insuficientes para morigerar estas tendencias en el tiempo adecuado.

- *Mayores precios internacionales de las materias primas.* Aunque un menor crecimiento mundial como el previsto en el escenario central justifica una reducción de los precios del petróleo y de las materias primas, la evidencia de los últimos años demuestra que la elasticidad a la baja de estos ante la demanda es cada vez menor. No se puede descartar, entonces, que dichos precios se mantengan en 2012 en niveles tan elevados como los observados en la primera mitad de 2011, incluso si la economía mundial se debilita. De ser este el caso, no debería esperarse una reducción de la variación anual de regulados, alimentos y otras canastas, como la que se contempla en la senda central de este informe.
- *Una transmisión de la depreciación del tipo de cambio a la inflación de transables mayor que la esperada.* La inflación de transables acumula dos años en valores muy bajos e incluso negativos gracias a una baja inflación internacional y al fortalecimiento del peso, principalmente, pero también porque la economía colombiana ha contado con excesos de capacidad productiva. Sin embargo, para 2012 estos factores pueden no estar presentes, sobre todo, porque el auge de la demanda interna deberá continuar, y en este caso, junto con pocos excesos de capacidad productiva, es posible que cualquier depreciación del peso, incluso transitoria, puede transmitirse en mayor medida a la inflación interna, en especial a los precios de bienes transables. A esto se suma el riesgo de presiones a la depreciación sobre el tipo de cambio, mayores que las previstas en la senda central de pronóstico, si se prolonga la turbulencia en los mercados financieros internacionales.
- *Un impacto mayor del fenómeno de La Niña sobre la inflación de la canasta de alimentos.* En los pronósticos se tiene en cuenta un fenómeno de La Niña moderado y de carácter transitorio, que en los próximos tres a seis meses afecta los precios de los alimentos en una cuantía relativamente baja. Pero no se puede descartar un fenómeno de mayor intensidad con impactos más fuertes y prolongados sobre la oferta y los precios. En las últimas semanas el nivel de lluvias se ha incrementado de manera significativa, lo que podría estar golpeando algunas cadenas de abastecimiento.
- *Mayores expectativas de inflación a las esperadas.* Para el cuarto trimestre se prevé un alza transitoria de la inflación al consumidor, que la dejaría muy

*Si los precios de materias primas en 2012 son mayores que los observados en 2011, la variación anual de alimentos podría mantenerse alta.*

*Un aumento de las expectativas de inflación a finales del año puede afectar las negociaciones de salarios y precios y tener efectos inflacionarios hacia 2012 no contemplados en la senda central.*

cerca del techo del rango meta en diciembre. Si este aumento contagia las expectativas de finales de año, su efecto podría extenderse hacia el largo plazo mediante las negociaciones de precios y salarios (como la del salario mínimo) de los próximos meses, que son importantes para el comportamiento de la inflación durante 2012. En el caso de los salarios, la situación puede complicarse aún más si como se espera en este informe, la demanda laboral continúa creciendo, lo cual aumentaría la probabilidad de que se pacten ajustes por encima del techo del rango meta de largo plazo, después de controlar por las ganancias en productividad.

Por su parte, los riesgos a la baja en este informe son:

- *Debilitamiento de la demanda mundial más fuerte que la prevista.* Los problemas de deuda de las economías desarrolladas han empeorado en los últimos meses, particularmente en Europa, generando una inestabilidad financiera considerable y un deterioro marcado de la confianza de consumidores e inversores. Esto podría desalentar el gasto y interrumpir el canal del crédito, tanto de esos países como en las economías emergentes, tal como sucedió en 2008-2009, lo que provocaría una contracción marcada de la actividad económica global. En este caso cabría esperar efectos fuertemente desinflacionarios para el país, vía caídas en las demandas externa e interna y en los precios internacionales de las materias primas. Estos choques predominarían sobre las presiones alcistas originadas en una mayor depreciación del peso.
- *Menores precios por la puesta en marcha del tratado de libre comercio (TLC).* En la segunda mitad de 2012 y durante 2013 podrían comenzarse a sentir algunos de los efectos de la firma del TLC con los Estados Unidos. Esto contribuiría a menores presiones inflacionarias en la canasta de transables, puesto que varios productos importados podrían abarataarse en alguna medida. Adicionalmente, conviene tener en cuenta la experiencia de otros países, la cual muestra que el efecto más rápido se daría vía un aumento de la IED. Tal hecho, que no está cabalmente contemplado en los pronósticos del presente informe, puede conducir a reducir las presiones a la depreciación del tipo de cambio y, de esta manera, disminuir los ajustes de precios internos.

A pesar del sesgo al alza, el análisis de riesgo o *Fan chart* sugiere, con una alta probabilidad, que la inflación total se ubicaría dentro del rango meta (2% a 4%) en 2011 y 2012. Algo similar ocurre para el caso de la inflación básica medida con el IPC sin alimentos. Cabe señalar que estos resultados, al igual que el pronóstico central, suponen una política monetaria activa donde la tasa de referencia se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de largo plazo.

## Recuadro 2

### MOVIMIENTOS DE LA TASA DE CAMBIO Y SU IMPACTO EN LA INFLACIÓN: ¿QUÉ DICE EL MODELO PATACON?

Christian Bustamante  
Daniel Parra\*

En un entorno monetario donde la tasa de interés es el principal instrumento de política monetaria y la tasa de cambio es flexible, esta última adquiere gran relevancia dentro del análisis económico, puesto que su comportamiento puede afectar las decisiones de consumo e inversión, los flujos de comercio internacional y el nivel interno de precios. Cuando este último es el afectado se habla de *pass-through* (o traspaso) de la tasa de cambio, concepto que se fundamenta en la ley de un único precio y la hipótesis de paridad del poder de compra<sup>1</sup>.

Con estos supuestos, en un régimen de tasa de cambio flotante las variaciones del tipo de cambio se trasladarían completamente a los precios internos. Sin embargo, esta afirmación ha encontrado poco soporte empírico, y la evidencia apunta a la existencia de un *pass-through* incompleto. Para explicar el traspaso incompleto han surgido distintas hipótesis, como la existencia de rigideces de precios, la no transabilidad de algunos bienes, o los costos de comercialización y distribución, entre otras. Trabajos como los de Dornbusch (1987) y Taylor (2000) se han basado en algunas de estas teorías para estudiar y estimar cuál es el grado de *pass-through* de la tasa de cambio a los precios internos.

Las investigaciones en Colombia no han sido ajenas a esta corriente. Rincón *et al.* (2005), usando un vector de corrección de errores, estiman un traspaso de la tasa de cambio a los precios importados para una muestra de sectores de la industria manufacturera y encuentran que la transmisión es incompleta tanto en el corto como en el largo plazos. Su trabajo también encuentra evidencia de un traspaso cambiante en el tiempo para un conjunto de sectores en el período 1995-2002.

Parra (2010) concluye que el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios de los bienes no transables se encuentra alrededor del 17%, mientras que el *pass-through*

al precio de los bienes transables producidos internamente es del 25%. Además, estima que la elasticidad promedio del IPC a los movimientos de la tasa de cambio es aproximadamente 28%, a pesar de que dicho valor no ha sido constante a lo largo del tiempo.

Por último, González *et al.* (2010) incorporan al análisis del *pass-through* la presencia de asimetrías. Mediante un modelo multivariado no lineal de transición suave logística (VAR-LST) los autores encuentran que la transmisión es incompleta: un choque en la tasa de cambio tiene un impacto de 6% en los dos primeros trimestres sobre la inflación de la canasta de bienes importados, y de un 58% en el largo plazo. Asimismo, la evidencia de su investigación sugiere que el coeficiente *pass-through* es mayor cuando se presentan las siguientes condiciones: la economía está en auge, la tasa de cambio nominal es menos volátil, la tasa de cambio real está sobrevaluada, y la inflación es alta, aunque se encuentra en una fase de desaceleración y menor volatilidad.

Otros trabajos realizados previamente, como los de Leibovich y Caicedo (1996), Rincón (2000) y Rowland (2003), también se interesaron por realizar estimaciones del grado de traspaso de la tasa de cambio a la inflación total, o de bienes importados.

#### 1. *Pass-through* en un modelo de equilibrio general

A pesar del importante aporte de estos trabajos, la estrategia de estimación del grado de traspaso considera modelos de equilibrio parcial, dejando de lado las interconexiones que pueden existir en la transmisión de choques que afectan a la tasa de cambio y a la inflación. Dichas relaciones hacen referencia al carácter endógeno de la tasa de cambio, puesto que sus variaciones se retroalimentan continuamente con los cambios en variables como los flujos comerciales, los flujos de capitales y los diferenciales de tasas de interés, entre otros. Dado este amplio conjunto de factores que inciden sobre los movimientos del tipo de cambio, el punto por donde pueda transmitirse un choque y la forma como lo hace determina su efecto sobre la inflación y el resto de variables macroeconómicas.

Estos efectos y la mencionada endogeneidad de la tasa de cambio pueden ser capturados por el modelo *Patacon*, presentado en González *et al.* (2011). Este modelo es calibrado y estimado en Bonaldi *et al.* (2010) para replicar los principales hechos estilizados de la economía colombiana. A partir del *Patacon* se pueden construir distintas medidas de *pass-through*.

\* Los autores son, en su orden, profesional del Departamento de Modelos Macroeconómicos, y profesional de la sección de Inflación del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas son su responsabilidad y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Aquella establece que los bienes transables de características similares deberían venderse al mismo precio, expresado en una misma moneda y en diferentes lugares del mundo. Esto suponiendo costos de transacción bajos y la no existencia de barreras comerciales.

Es necesario resaltar que, a la luz de un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico, como lo es el *Patacon*, no es posible hablar de choques directos al tipo de cambio dado el carácter endógeno de esta variable. Un modelo como este tiene en cuenta distintos choques exógenos o fuentes de fluctuaciones, tanto internas como externas, que afectan simultáneamente a la tasa de cambio, la inflación, el producto y las demás variables macroeconómicas. La transmisión de estos choques depende de distintos factores, a saber: i) su naturaleza o tipo de choque, ii) su intensidad, y iii) su persistencia.

## 2. Medidas de *pass-through*

A continuación se presentan medidas alternativas del *pass-through* construidas empleando el *Patacon* y controlando por los factores señalados. Para esto se condiciona el estado de la economía a su nivel de equilibrio de largo plazo (estado estacionario) y se calcula cuál es el efecto individual de algunos choques del modelo dados dos niveles de persistencia para cada uno. Para todos los casos se consideran choques de 100 pb sobre las variables exógenas. La medida de *pass-through* que se utiliza es la sugerida por Goldfajn y Werlang (2000):

$$PT_{\tau} = \frac{\sum_{j=0}^{\tau} \frac{\partial \pi_{t+j}}{\partial \varepsilon_t}}{\sum_{j=0}^{\tau} \frac{\partial d_{t+j}}{\partial \varepsilon_t}}$$

en donde el coeficiente de *pass-through*  $\tau$  períodos después de haber recibido un choque  $\varepsilon$ ,  $PT_{\tau}$ , se define como el cociente entre la repuesta acumulada de una medida de inflación  $\pi_t$  ante ese choque y la repuesta acumulada de la depreciación  $d_t$  ante la misma perturbación. Esta medida indica qué fracción de los movimientos en la depreciación acumulados al período  $\tau$  se traslada a la medida de inflación considerada acumulada al período  $\tau$ .

Usando el *Patacon* se midió el grado de traspaso para tres posibles desagregaciones del IPC: la inflación total, la inflación sin alimentos ni regulados (SAR), y la inflación de los bienes importados medida en pesos, todas en términos anuales. Para estas tres variables se trabajó con  $\tau=0$ , esto es, el efecto instantáneo del choque, y  $\tau=2$ , el efecto acumulado dos trimestres después del choque. Los resultados se presentan en los cuadros R2.1 y R2.2<sup>2</sup>.

2 No se realizan análisis de largo plazo, ya que, por construcción, estos modelos son útiles en el corto y mediano plazo. Dada la estructura del modelo, en el largo plazo el *pass-through* sería completo.

Tal como se señaló, las medidas de *pass-through* difieren dependiendo de cuál fue la fuente de fluctuación identificada por el modelo. De igual forma, queda en evidencia que el traspaso de la tasa de cambio a la inflación también se ve afectado por la persistencia del choque: el *pass-through* nunca es menor si el choque es más persistente.

Concentrándose en el Cuadro R2.1, que corresponde a la estimación base del *Patacon* y que considera una menor persistencia en los choques, los resultados indican un *pass-through* de la tasa de cambio a la inflación total en el primer período de entre 5% y 11% para todos los choques, excepto para el tecnológico. Esto indicaría, por ejemplo, que los movimientos del tipo de cambio se trasladan en un 5% a la inflación total en el primer período ante un choque a la confianza de los consumidores.

Exceptuando el choque tecnológico, los traspasos a la inflación sin alimentos ni regulados y a la inflación de importados son de entre 11% y 20%, y de entre 54% y 57%, en su orden, para el primer período. Los anteriores resultados corroboran la existencia de un *pass-through* incompleto de la tasa de cambio.

Para entender las diferencias entre algunos de estos valores se consideran los choques de tasa de interés de política y tasa de interés externa. El *pass-through* en el primero de ellos puede ser más alto porque es un choque que afecta el tipo de cambio de dos formas: mediante la paridad no cubierta de la tasa de interés (UIP, por su sigla en inglés), y por medio de las decisiones de consumo e inversión de los hogares. Cuando el choque se da a la tasa de interés externa solo se está transmitiendo a través de la UIP. Es por esta razón que es muy importante identificar exactamente la fuente donde se genera el choque.

En el caso del choque de demanda externa, su impacto no es significativo en términos de inflación, puesto que las exportaciones representan alrededor de una quinta parte de la demanda agregada, mientras que el efecto sobre la depreciación es mayor por el carácter externo de este choque. Al combinar estos dos efectos se tiene un bajo *pass-through* en presencia de estos choques.

Entre tanto, el choque tecnológico genera un traspaso de la tasa de cambio a la inflación más fuerte. Esto ocurre porque dicha perturbación está afectando directamente los costos marginales de las firmas, con lo que se tiene una reducción en la inflación más fuerte, y que se acerca más a la dinámica de la depreciación que en los otros casos. Los choques internos restantes, el de confianza de los consumidores y de los inversionistas, presionan la inflación dependiendo de la proporción del componente importado sobre el consumo total y sobre la inversión total, respectivamente. Como la inversión requiere de más bienes traídos del extranjero, el traspaso del choque de inversión es mayor.

Cuadro R2.1  
Medidas de *pass-through* en el Patacon, suponiendo menor persistencia

Choque	$\tau = 0$			$\tau = 2$		
	Inflación total	Inflación SAR	Inflación importados	Inflación total	Inflación SAR	Inflación importados
Choque de política	0,11	0,20	0,55	0,27	0,48	0,82
Tasa de interés externa	0,06	0,11	0,54	0,14	0,25	0,77
Demanda externa	0,07	0,12	0,57	0,14	0,25	0,78
Tecnológico	0,35	0,63	0,67	0,55	0,97	0,93
Confianza de los consumidores	0,05	0,09	0,53	0,11	0,20	0,75
Confianza de los inversionistas	0,11	0,20	0,57	0,24	0,43	0,80

Nota: estos valores corresponden al cambio en la inflación relativo a las variaciones en el tipo de cambio asociadas con cada choque.  
Fuente: cálculos de los autores.

Cuadro R2.2  
Medidas de *pass-through* en el Patacon, suponiendo mayor persistencia

Choque	$\tau = 0$			$\tau = 2$		
	Inflación total	Inflación SAR	Inflación importados	Inflación total	Inflación SAR	Inflación importados
Choque de política	0,11	0,20	0,55	0,27	0,48	0,80
Tasa de interés externa	0,07	0,12	0,56	0,14	0,25	0,78
Demanda externa	0,07	0,12	0,57	0,14	0,25	0,78
Tecnológico	0,60	1,06	0,83	0,75	1,33	1,02
Confianza de los consumidores	0,08	0,14	0,56	0,16	0,28	0,78
Confianza de los inversionistas	0,12	0,21	0,58	0,25	0,45	0,81

Nota: estos valores corresponden al cambio en la inflación relativo a las variaciones en el tipo de cambio asociadas con cada choque.  
Fuente: cálculos de los autores.

Transcurridos seis meses después del choque, un lapso usualmente considerado en la literatura, el traspaso se incrementa a medida que la dinámica de las variables continúa absorbiendo el efecto del choque. Así, el *pass-through* se ubica entre 11% y 27% para los choques considerados, exceptuando el choque tecnológico, para el que se obtiene un valor de 75% a la inflación total.

### 3. ¿Qué implican estos resultados?

El anterior análisis acerca de la naturaleza del choque y de su persistencia indica que es necesario tener en cuenta el estado de la economía cuando se quiera analizar el impacto de alguna fluctuación que afecte el tipo de cambio. En este punto han coincidido diversas investigaciones como las reseñadas anteriormente, donde se afirma que el *pass-through* depende de factores como el nivel de inflación y del producto, así como de su volatilidad. En el contexto de un modelo de equilibrio general, si una misma economía puede ubicarse en dos estados distintos es porque existe un conjunto diferente de choques que determina dichos estados. Como se ilustró, distintos choques generan diferentes

respuestas en la depreciación y la inflación, por lo que el traspaso de los choques que afectan a la tasa de cambio no debería ser el mismo si los estados de la economía difieren.

### Referencias

- Bonaldi, P.; González, A.; Rodríguez, D. (2010). "Importancia de las rigideces nominales y reales en Colombia: un enfoque de equilibrio general dinámico y estocástico", Borradores de Economía núm. 597, Banco de la República.
- Dornbusch, R. (1987). "Exchange Rates and Prices", *American Economic Review*, vol. 77, núm. 1.
- Goldfajn, I.; Werlang, S. (2000). "The Pass-through from Depreciation to Inflation: a panel study", texto para discusión, núm. 423, Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro.
- González, A.; Mahadeva, L.; Rodríguez, D.; Prada, J. D. (2011). "Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs: Patacon model description", Borradores de Economía, núm. 656, Banco de la República.

- González, A.; Rincón, H.; Rodríguez, N. (2010). "La transmisión de los choques a la tasa de cambio sobre la inflación de los bienes importados en presencia de asimetrías", M. Jalil y L. Mahadeva (eds.), *Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia*, Banco de la República y Universidad Externado de Colombia.
- Leibovich, J.; Caicedo, E. (1996). "Apertura e inflación en la economía colombiana, 1990-1995", revista *Desarrollo y Sociedad*, núms. 36-37, CEDE, Universidad de los Andes.
- Parra, J. C. (2010). "La sensibilidad de los precios del consumidor a la tasa de cambio en Colombia: una medición de largo plazo", M. Jalil y L. Mahadeva (eds), *Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia*, Banco de la República y Universidad Externado de Colombia.
- Rincón, H. (2000). "Devaluación y precios de los agregados en Colombia, 1980-1998", revista *Desarrollo y Sociedad*, núm. 46, CEDE, Universidad de los Andes.
- Rincón, H.; Caicedo, E.; Rodríguez, N. (2005). "Exchange Rate Pass-through Effects: a disaggregate analysis of Colombian imports of manufactured goods", Borradores de Economía, núm. 330, Banco de la República.
- Taylor, J. B. (2000). "Low Inflation, Pass-through, and The Pricing Power of Firms", *European Economic Review*, vol. 44, núm. 7.
- Rowland, P. (2003). "Exchange Rate Pass-through to Domestic Prices: the case of Colombia", Borradores de Economía, núm. 254, Banco de la República.

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

**Evitar períodos prolongados con tasas de interés** innecesariamente bajas contribuye a la estabilidad macroeconómica de largo plazo.

**A junio los precios reales de la vivienda en Colombia** continuaron aumentando y superaron los niveles máximos históricos.

**Los indicadores de riesgo y de incumplimiento** de la deuda de los hogares están en mínimos históricos; sin embargo, cabe señalar que al inicio de crisis financieras pasadas estos se deterioraron de manera muy rápida.

*El seguimiento de variables macroeconómicas, como el crédito, el precio de los activos y la cuenta corriente de la balanza de pagos, son importantes para detectar posibles desbalances macroeconómicos.*

Como se ha señalado en informes anteriores, el comportamiento de ciertas variables de la economía puede dar señales sobre el posible surgimiento de desbalances macroeconómicos; tal es el caso de las sobrevaloraciones en los precios de los activos, de los déficits de cuenta corriente no sostenibles o de los excesos de endeudamiento. El seguimiento de estas variables es importante, ya que si se logra detectar a tiempo un desequilibrio, la adopción de políticas macroprudenciales puede reducir los elevados costos que estos generan<sup>15</sup>.

Sin embargo, antes de adoptar este tipo de políticas es necesario tener en cuenta varios hechos. En primer lugar, como la formación y las consecuencias de varios de los desbalances macroeconómicos se presentan por un período largo, el horizonte de pronóstico debe ser más amplio. En segundo lugar, las herramientas que usualmente se utilizan para prevenir o enfrentar estos desbalances no siempre

---

15 En el caso colombiano entre abril de 2006 y julio de 2008 se pueden encontrar varios ejemplos de políticas monetarias macroprudenciales encaminadas a contener las presiones inflacionarias y a reducir los riesgos de posibles desequilibrios financieros, originados en un crecimiento elevado del crédito. Algunas de ellas fueron: i) el incremento en 400 pb de la tasa de interés de referencia, ii) la implementación de un encaje marginal no remunerado sobre las captaciones y iii) la adopción de un conjunto de medidas de control a la entrada de capitales y al endeudamiento externo de corto plazo (véase el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, de marzo de 2009).

*En varios países de la región, incluido Colombia, los precios de la vivienda se encuentran en los máximos alcanzados por cada serie.*

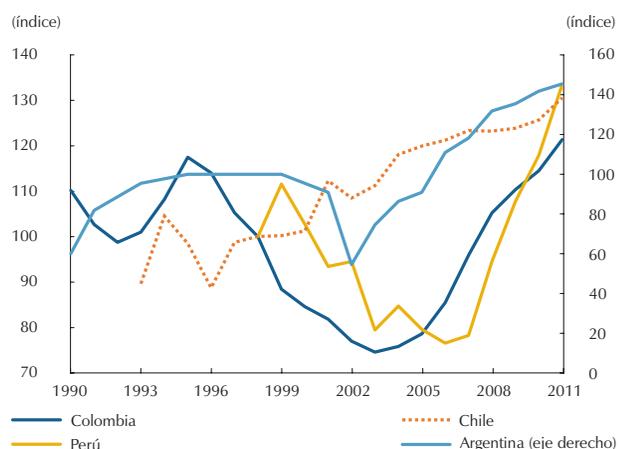
pueden ser del control del banco central. Por tal motivo, la coordinación entre las políticas monetaria, fiscal y regulatoria debe ser oportuna y eficiente, ya que con ello se pueden atenuar los efectos negativos sobre la estabilidad del sistema financiero y de la economía en general. Por último, el mayor consenso que se ha logrado en la literatura es que un banco central debe evitar largos periodos de tasas de interés innecesariamente bajas para no exacerbar estos desbalances.

En este sentido, el seguimiento que se hace sobre algunos indicadores macroeconómicos, así como de su oportuna divulgación, puede considerarse como una política macroprudencial en sí misma que busca ampliar la información de los agentes, de tal forma que la toma de decisiones tenga en cuenta los posibles riesgos existentes en la economía, para así evitar crisis futuras.

## A. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA

En los últimos cinco años en varios países de la región, al igual que en Colombia, los precios de la vivienda han registrado una tendencia creciente. En dicho periodo el precio relativo de la vivienda respecto al IPC ha presentado incrementos importantes en Perú y Chile; una situación similar se ha dado en Argentina, pero en dólares. La información preliminar de 2011<sup>16</sup> muestra que en todos los casos los niveles actuales de estos índices de precios de la vivienda son los máximos alcanzados por cada serie (Gráfico 45).

Gráfico 45  
Índices de precios de la vivienda relativo al IPC<sup>a/</sup>  
(1998 = 100)



a/ Excepto para Argentina que se toma en dólares corrientes.  
Fuentes: Banco Central de la Reserva del Perú, Observatorio Habitacional, Reporte Inmobiliario, BBVA Research y Banco de la República.

Varios hechos de demanda y oferta podrían explicar la anterior tendencia; algunos de los cuales se observan en el caso colombiano. En primer lugar, la alta volatilidad internacional en los precios de los activos financieros (acciones y bonos), e inclusive las fuertes pérdidas que han enfrentado las familias en los mercados mundiales, han hecho que la tierra y la vivienda en la región sea una mejor alternativa de inversión. Adicionalmente, las crisis en los países desarrollados pudo haber cambiado el destino de cierto porcentaje de las remesas que los trabajadores envían a sus países de origen; así, ante la posibilidad de retornar al país natal, parte de esas remesas pueden estar siendo dirigidas a la compra de vivienda.

Algunos estudios sobre crisis pasadas en el mercado inmobiliario sugieren que los auges en los precios de la vivienda que las antecedieron fueron estimulados también por grandes planes de subsidio en este sector.

16 Para Perú y Chile se toma el crecimiento anual observado hasta septiembre y para Colombia el observado hasta junio. En el caso de Argentina se emplea la proyección de BBVA Research.

Fuertes incrementos demográficos o de migraciones hacia las ciudades también pueden generar ciclos de presiones de demanda.

En cuanto a los factores de oferta, la escasez del suelo, junto a la destrucción de tierras debido a los fenómenos climáticos, pueden explicar parte del aumento de los precios de la vivienda. Sin embargo, estos hechos están más relacionados con la tendencia creciente de mediano y largo plazos, más que con la aceleración en el corto plazo.

Además de los anteriores hechos, los altos precios de la vivienda pueden estar relacionados con las expectativas que tienen los agentes sobre la valorización futura de la propiedad raíz. En un contexto de elevada confianza, alta dinámica de la demanda interna, mercado laboral favorable y fuertes entradas de capital, los agentes pueden pensar que el crecimiento en los precios en este sector continuará en el largo plazo. Esto puede llevar a que aumenten su endeudamiento

en niveles poco sostenibles, no solo en créditos hipotecarios sino de consumo. Sin embargo, si se presenta una caída abrupta no prevista en alguna de estas variables, la cual afecte el ingreso de las familias, se puede llegar a una situación de impagos de sus créditos. En varios países, incluido Colombia, situaciones como estas han estado acompañadas por fuertes bajas en los precios de la vivienda, crisis financieras, recesiones y problemas fiscales.

Con información a junio de 2011 los diferentes índices de precios de la vivienda en Colombia continuaron mostrando una tendencia creciente en términos reales. Cabe resaltar que en el segundo trimestre, tanto el índice de precios de la vivienda usada (IPVU) como el índice de vivienda nueva (calculado por el DANE), alcanzaron máximos históricos (Gráfico 46). A diferencia de lo ocurrido en 2010, en el caso de la vivienda usada en Bogotá los incrementos en los precios se dieron en los estratos medios y altos, ya que los precios de los estratos bajos cayeron levemente (Gráfico 47).

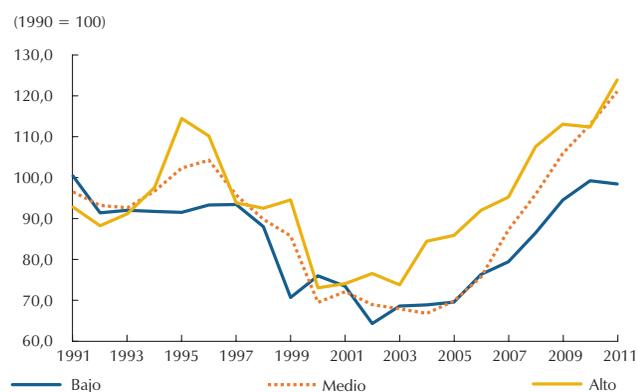
Con respecto al valor de la tierra se realizó un ejercicio estadístico para descontarle la tendencia a la serie y dejar sólo el componente cíclico. Según los resultados del ejercicio, el nivel actual del ciclo se encuentra por encima del 94% de los datos de la serie y por debajo de los máximos valores registrados en la década de los noventa (Gráfico 48, panel A). En cuanto a la tasa de crecimiento de dicho precio, observada entre 2010 y lo corrido de 2011 (cercana al 6% anual), su valor está muy cercano a la mediana de la distribución (Gráfico

Gráfico 46  
Índices de precios de la vivienda en Colombia relativo al IPC



Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

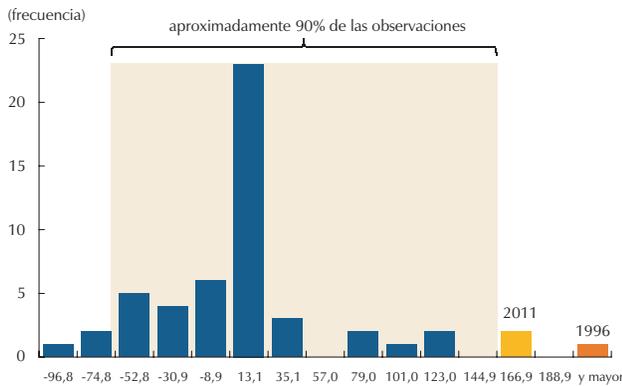
Gráfico 47  
IPVU en Bogotá por estratos relativo al IPC



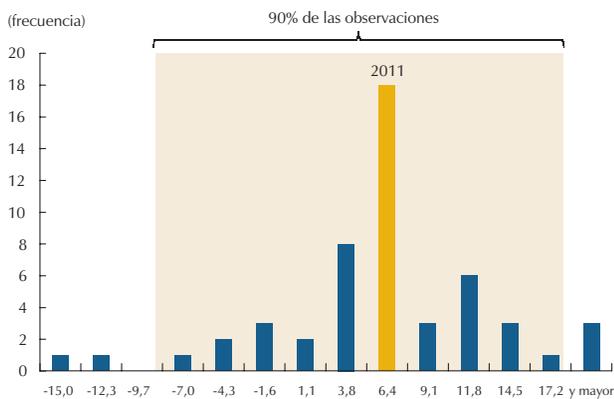
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 48

A. Histograma del ciclo del precio del suelo



B. Histograma del crecimiento del precio del suelo



Fuente: Lonja de Bogotá; cálculos del Banco de la República.

48, panel B). Vale la pena resaltar que previo a la crisis de los años noventa, tanto el nivel del ciclo como la tasa de crecimiento del precio del suelo se encontraban en niveles atípicos.

B. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

En el tercer trimestre de 2011 el crédito total continuó registrando tasas de crecimiento anuales elevadas, superiores al crecimiento del PIB nominal estimado para el presente año. En particular, la valorización de la vivienda en Colombia se viene presentando junto con unas tasas importantes de expansión del crédito hipotecario (en términos reales), aunque el nivel de la cartera aún es inferior al observado antes de la crisis de los años noventa. Por su parte, el crédito de consumo continuó expandiéndose a una tasa que supera en más de dos veces el crecimiento del PIB nominal estimado para 2011 (Gráfico 49).

La recuperación del empleo y la valorización en el precio de la vivienda son factores que han permitido que los hogares amplíen su capacidad de endeudamiento, y explican, en parte, el aumento de la relación entre cartera dirigida a los hogares sobre PIB (Gráfico 50). Las relativamente bajas tasas de interés reales de la cartera de consumo, excluyendo las tarjetas de crédito, también han contribuido a este comportamiento.

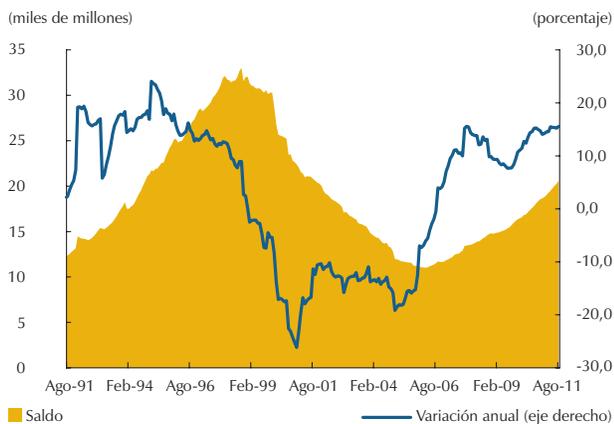
De igual forma, una tendencia de largo plazo hacia la mayor profundización financiera del país, así como un incremento en la oferta de crédito, en especial a consumo, son factores que también han aportado al aumento de la deuda de las familias. Pese a este incremento, los indicadores de deuda de los hogares todavía se encuentran por debajo de sus máximos históricos.

En materia de riesgo la tasa de incumplimiento de los créditos de los hogares se encuentra en niveles históricamente bajos y las exigencias por parte de los bancos para otorgar préstamos de consumo se han incrementado levemente. Por otra parte, el apalancamiento de los bancos no es muy elevado y el indicador de solvencia se encuentra en niveles adecuados<sup>17</sup>. Pese a este buen panorama de calidad de cartera y de solvencia, cabe señalar que experiencias pasadas en varios países incluido Colombia muestran que estos indicadores tienden a deteriorarse de forma muy rápida al inicio de una crisis financiera.

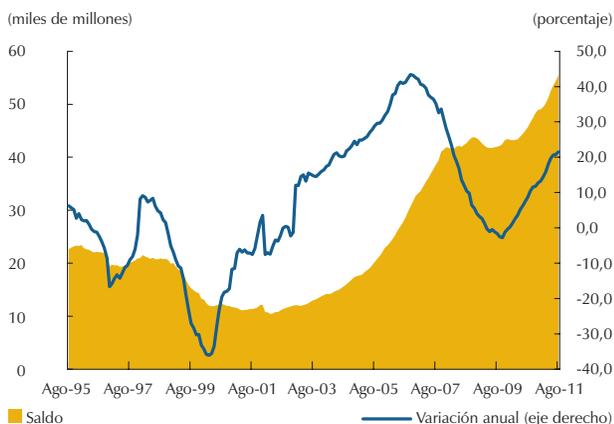
17 Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2011.

Gráfico 49

A. Cartera hipotecaria real más titularizaciones

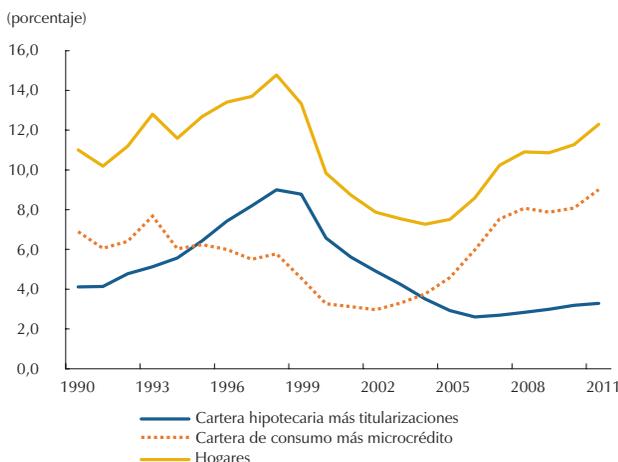


B. Cartera de consumo real



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

Gráfico 50  
Cartera de los hogares sobre PIB



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

Al analizar la distribución por deciles del componente cíclico de la razón cartera a PIB y de la tasa de crecimiento real de la cartera total, se observa que en 2011 ambas variables se ubicaron por encima del 90% de las observaciones. No obstante, el componente cíclico de 2011 se encuentra aún por debajo de lo observado en 1997, mientras que la expansión real de la cartera es superior a la observada a mediados de los años noventa (Gráfico 51). Finalmente, si la cartera total en lo que resta de 2011 y en el año 2012 aumentara al ritmo que lo hizo en el último trimestre (20,1% anual), la razón cartera a PIB estaría cerca del 40% y el componente cíclico de la misma alcanzaría niveles más altos que los observados a mediados de la década de los noventa.

C. DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE

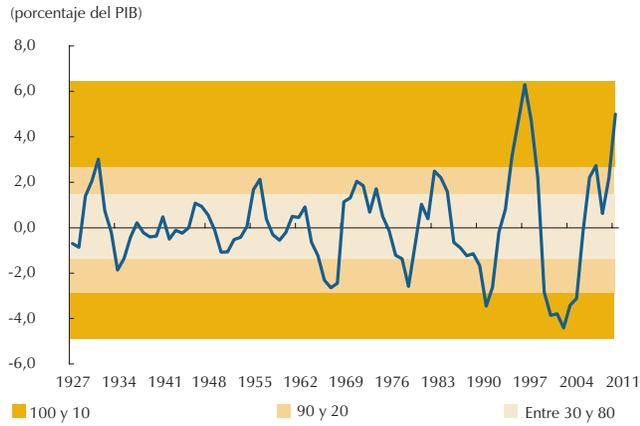
En cuanto al balance externo, varios países de América Latina han experimentado ampliaciones en sus déficits, en parte como reflejo del fuerte crecimiento de la demanda interna en la región (Gráfico 52). Colombia no ha sido la excepción; durante el primer semestre de 2011 el déficit en cuenta corriente se amplió, al pasar de 1,9% en 2010 a 2,7% este año. Se proyecta que esta tendencia se mantenga para el año completo, con un déficit que pasaría de 3,1% en 2010 a 3,5% en 2011.

En el Gráfico 53 se muestra una estimación promedio<sup>18</sup> de lo que se podría considerar como una estimación del déficit de cuenta corriente sostenible con una banda de una desviación estándar. En general los modelos sugieren que en los últimos diez años la ampliación del déficit podría ser sostenible. Como se puede observar, el déficit que se proyecta para 2011 se encuentra dentro de dichos márgenes. Sin embargo, estas medidas no tienen en cuenta factores que

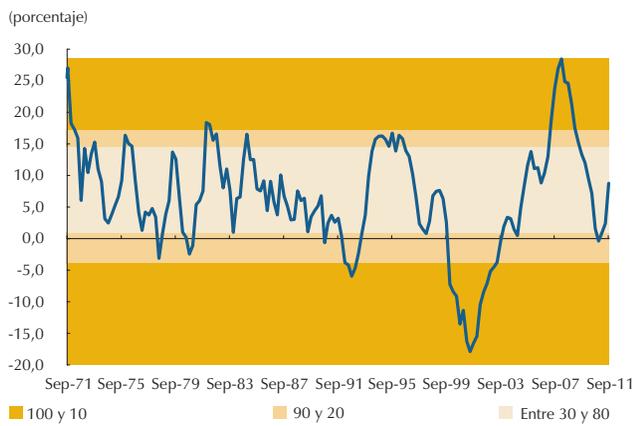
18 Esta medida se construye a partir del promedio de tres estimaciones de equilibrio de cuenta corriente, que se tienen en cuenta en el cálculo: i) la estimación panel de 38 países en desarrollo entre 1970 y 2008, en la que se toman como determinantes: el balance fiscal, los activos externos netos, el ingreso relativo, la razón de dependencia y la volatilidad de los términos de intercambio; ii) la cuenta corriente que surge de suponer una razón de posición de inversión internacional neta (AEN) a PIB en sus niveles de largo plazo y, por último, iii) se tiene en cuenta la cuenta corriente que resulta de una decisión óptima de suavizamiento de consumo de largo plazo dada una expectativa de ingreso futuro, dentro de un modelo intertemporal de consumo.

Gráfico 51

A. Razón cartera a PIB: ciclo y su distribución por deciles

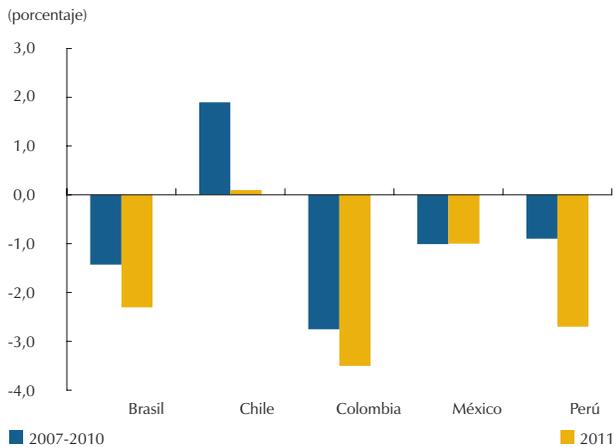


B. Cartera real total bruta (crecimiento anual y distribución por deciles)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 52  
Cuenta corriente observada (porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI y Banco de la República.

influyen en la sostenibilidad del balance en cuenta corriente, como son la fuente, la estructura y el plazo de su financiamiento, así como el tipo de gasto que se está financiando (consumo o inversión). En este sentido, es importante destacar que en los últimos años la cuenta corriente se ha financiado principalmente con IED dirigida al sector petrolero.

Gráfico 53  
Cuenta corriente (porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República.

# ANEXO

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este Anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2011 y 2012. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta octubre del presente año.

### Proyecciones para 2011

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 5,1% frente a 5,2% estimado en el Informe sobre Inflación anterior. De la misma forma, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 5,0%.

Cuadro A1  
Proyecciones para 2011

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
<b>Analistas locales</b>						
Alianza Valores	5,0	3,7	1.900	4,8	(3,6)	10,0
Anif <sup>b/</sup>	4,8	3,3	n.d.	5,5	(3,4)	n.d.
Banco de Bogotá	5,0	3,3	1.940	4,8	(3,6)	10,5
Banco Santander	4,7	3,3	1.950	4,0	(3,5)	10,0
Bancolombia	5,5	3,2	1.800	4,9	(2,1)	9,4
BBVA Colombia <sup>a/</sup>	5,0	3,4	1.880	4,7	(3,6)	10,5
Corficolombiana	5,0	3,4	1.775	5,3	(3,8)	11,0
Corredores Asociados	5,1	3,6	1.850	5,0	(3,2)	9,5
Correval	5,3	3,4	1.850	4,8	(3,0)	10,5
Davivienda <sup>a/</sup>	5,3	3,4	1.900	4,8	(2,5)	9,4
Fedesarrollo	5,0	3,6	1.886	n.d.	n.d.	n.d.
Ultrabursátiles	5,3	3,7	1.950	4,9	n.d.	9,8
<b>Promedio</b>	<b>5,1</b>	<b>3,4</b>	<b>1.880</b>	<b>4,9</b>	<b>(3,2)</b>	<b>10,1</b>
<b>Analistas externos</b>						
Citi	5,0	3,2	1.850	4,8	(4,1)	10,0
Deutsche Bank	5,1	3,2	1.815	n.d.	(3,9)	10,2
Goldman Sachs	5,2	3,6	1.890	4,5	(3,5)	n.d.
JP Morgan	4,5	3,0	1.775	5,0	(4,1)	n.d.
<b>Promedio</b>	<b>5,0</b>	<b>3,3</b>	<b>1.833</b>	<b>4,8</b>	<b>(3,9)</b>	<b>10,1</b>

n.d. no disponible.

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

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2  
Proyecciones para 2012

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de
<b>Analistas locales</b>			
Alianza Valores	4,5	4,4	1.750
Anif	4,5	3,5	n.d.
Banco de Bogotá	5,0	3,6	1.800
Banco Santander	4,2	3,0	2.025
Bancolombia	4,9	3,4	1.719
BBVA Colombia	5,4	3,4	1.820
Corficolombiana	4,8	3,2	1.750
Corredores Asociados	4,8	3,2	1.750
Correval	4,6	3,5	1.850
Davivienda	4,1	3,0	1.820
Fedesarrollo	4,7	3,0	1.791
Ultrabursátiles	5,0	3,5	1.790
<b>Promedio</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>1.806</b>
<b>Analistas externos</b>			
Citi	4,8	3,5	1.850
Deutsche Bank	5,0	3,2	1.800
Goldman Sachs	4,0	3,0	1.850
JP Morgan	4,0	3,0	1.900
<b>Promedio</b>	<b>4,5</b>	<b>3,2</b>	<b>1.850</b>

n.d. No disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 3,4% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 3,3% en promedio. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2011 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de COP1.880 frente a COP1.786 estimado en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a COP1.833 para el cierre de año.

Para la DTF los analistas locales proyectan valores promedio de 4,9%, también que la tasa de desempleo se ubique en 10,1%.

### Proyecciones para 2012

Para 2012 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 4,7%, mientras que los extranjeros pronostican un 4,5%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros proyectan una de 3,4% y 3,2%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de COP1.806 y COP1.850, en su orden.