



INFORME SOBRE INFLACIÓN



Diciembre de 2012

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2012*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 28 de enero de 2013.

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

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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 balanza de pagos	15
A. Coyuntura internacional	15
B. Balanza de pagos	24
Recuadro 1: Competitividad y crecimiento potencial para Colombia de acuerdo al índice de competitividad global	29
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	32
A. El PIB en el tercer trimestre de 2012	32
B. Pronóstico de corto plazo para el PIB	37
Recuadro 2: Comportamiento reciente de la producción industrial colombiana	44
III. Desarrollos recientes de la inflación	48
A. La inflación básica	51
B. Los precios de los alimentos	53
Recuadro 3: Posibles efectos de la reforma tributaria sobre el mercado laboral	55
IV. Pronósticos de mediano plazo	58
A. Crecimiento económico	58
B. Inflación	63
Recuadro 4: Cambios al iva dentro de la nueva reforma tributaria	70
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	73
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	74
B. Evolución de los precios de la vivienda	76
C. Evolución del crédito	80
D. Índice de desbalances macroeconómicos (IDM)	81
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	84

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Comercio mundial: índice real de exportaciones	16
Gráfico 2	Índices de confianza de la zona del euro	16
Gráfico 3	Depósitos bancarios en España	17
Gráfico 4	Crecimiento anual de las ventas al por menor y del índice de producción industrial en los Estados Unidos	17
Gráfico 5	Crecimiento anual de los índices de producción industrial para algunas economías emergentes de Asia	18
Gráfico 6	Variación anual de los índices de actividad real en algunos países de América Latina	19
Gráfico 7	Tasas de interés de los títulos de deuda pública a 10 años para algunos países europeos	20
Gráfico 8	Índice de tasa de cambio nominal para algunas economías de América Latina	20
Gráfico 9	Precio internacional del petróleo (Brent)	20
Gráfico 10	Índices de precios internacionales del carbón, del níquel y del café	21
Gráfico 11	Precios internacionales de los alimentos	21
Gráfico 12	Exportaciones totales	25
Gráfico 13	Exportaciones industriales sin productos básicos	26
Gráfico 14	Exportaciones industriales hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto	26
Gráfico 15	Importaciones de bienes (FOB)	26
Gráfico 16	Producto interno bruto	32
Gráfico 17	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	37
Gráfico 18	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	38
Gráfico 19	Muestra mensual del comercio al por menor	38
Gráfico 20	Tasas de interés reales de los hogares	39
Gráfico 21	Empleo por tipo de ocupación	39
Gráfico 22	Tasa de desempleo (trimestre móvil desestacionalizado)	40
Gráfico 23	Tasa de desempleo (trimestre móvil octubre-noviembre-diciembre)	40
Gráfico 24	Producción de crudo	41
Gráfico 25	Índice de producción industrial sin trilla de café	42
Gráfico 26	Indicadores de pedidos y existencias de la industria	42
Gráfico 27	Imaco: indicador líder 5 meses del PIB	43
Gráfico 28	Inflación total al consumidor	49
Gráfico 29	Salarios nominales	50
Gráfico 30	IPP según procedencia de los bienes	50
Gráfico 31	Indicadores de inflación básica	51
Gráfico 32	IPC de regulados y sus componentes	52
Gráfico 33	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	52
Gráfico 34	IPC de no transables sin alimentos ni regulados	53
Gráfico 35	IPC de alimentos	53
Gráfico 36	IPC de alimentos por grupos	53
Gráfico 37	<i>Fan chart</i> del crecimiento del PIB	63

Gráfico 38	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	63
Gráfico 39	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	63
Gráfico 40	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	64
Gráfico 41	Expectativas de inflación derivadas de los TES	64
Gráfico 42	Inflación observada y expectativas de inflación	65
Gráfico 43	<i>Fan chart</i> de la inflación total	67
Gráfico 44	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	67
Gráfico 45	Cuenta corriente y promedio histórico	74
Gráfico 46	Índices de tasa de cambio real	75
Gráfico 47	Índices de tasa de cambio nominal	75
Gráfico 48	A. Precio de la vivienda usada (IPVU) relativo al IPC	76
	B. Precio de la vivienda nueva (DANE) relativo al IPC	76
	C. Crecimiento anual del precio de la vivienda usada (IPVU)	76
	D. Crecimiento anual del precio de la vivienda nueva (DANE)	76
Gráfico 49	A. Oferta de viviendas	77
	B. Crecimiento anual de la oferta	77
Gráfico 50	A. Lanzamientos de proyectos de vivienda	78
	B. Expectativas de construcción de vivienda	78
Gráfico 51	Ocupados en construcción	78
Gráfico 52	A. Variación anual de los costos de construcción de vivienda relativos al IPC	79
	B. Precio del suelo residencial en Bogotá relativo al IPC	79
	C. Variación anual del precio del suelo	79
Gráfico 53	Disposición para comprar vivienda	79
Gráfico 54	Ocupados	79
Gráfico 55	Cartera bruta/ingreso disponible de los hogares	80
Gráfico 56	A. Ventas de viviendas	80
	B. Crecimiento anual de las ventas	80
Gráfico 57	Meses para vender la oferta disponible	80
Gráfico 58	A. Cartera comercial m/n	81
	B. Cartera hipotecaria	81
	C. Cartera de consumo	81
Gráfico 59	Índice de desbalance macroeconómico (IDM) y crecimiento del PIB	82
Gráfico 60	A. Brecha estandarizada de la tasa de cambio real	83
	B. Brecha estandarizada de la cuenta corriente	83
	C. Brecha estandarizada de los precios de la vivienda	83
	D. Brecha estandarizada del crédito	83

ÍNDICE DE CUADROS

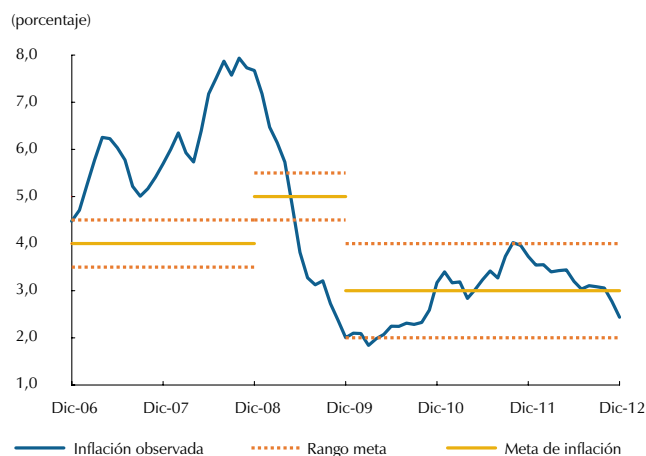
Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	22
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	24
Cuadro 3	Proyección de la balanza de pagos de Colombia	28
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	33
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	35
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	49

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En 2012 la inflación anual finalizó en 2,4%, cifra inferior a la meta de largo plazo (3%) y situada dentro del rango objetivo establecido para el año (entre 2% y 4%) (Gráfico A). Los resultados de inflación del último trimestre fueron menores que los esperados tanto por el promedio del mercado como por el equipo técnico del Banco de la República. Esta desaceleración en la inflación se explicó principalmente por el menor ritmo de aumento del índice de precios al consumidor (IPC) de los alimentos y el de regulados.

La tendencia decreciente en la variación anual del IPC de alimentos se viene presentando desde octubre de 2011, cuando se alcanzó el máximo registro de la presente década. Después del fenómeno de La Niña registrado en 2011, la normalización del clima contribuyó a incrementar la oferta de alimentos y explicó gran parte de las variaciones anuales negativas observadas en los alimentos no procesados. De igual forma, los menores precios internacionales de algunos bienes básicos agrícolas importados por Colombia se trasladaron a los precios internos, lo que también ayudó a reducir el ritmo de aumento de los alimentos. Así, en diciembre de 2012 la variación anual del IPC de alimentos fue 1,7%, cifra inferior en 194 puntos básicos (pb) que la registrada un trimestre atrás.

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

El cambio anual del IPC sin alimentos y las otras medidas de inflación básica también se redujeron en el trimestre. En diciembre el promedio de estas medidas se ubicó en 2,80%, cifra inferior a la meta de largo plazo y menor en 36 pb que el registro de septiembre. En el caso de los regulados, en el último trimestre de 2012 la menor dinámica de precios se originó en el gas, la energía, en los combustibles y en el transporte

público. La estabilidad en los precios internacionales del petróleo con respecto al mismo período de 2011 y la apreciación del peso contribuyeron a la desaceleración registrada en el grupo de regulados. Adicionalmente, algunos gobiernos locales decretaron reducciones en las tarifas del transporte urbano y de otros servicios públicos las cuales no fueron previstas.

Dentro del IPC sin alimentos ni regulados, en diciembre los transables aumentaron 0,77% anual y los no transables 3,92% anual. En el primer caso la apreciación del peso, unida a las menores presiones inflacionarias de origen externo, explican el bajo crecimiento anual en los precios de los bienes transables. Por su parte, la dinámica de los bienes no transables continúa siendo liderada por los arriendos, los cuales se han ajustado a tasas cercanas al techo del rango objetivo.

Las anteriores tendencias de los precios al consumidor, junto con las escasas presiones inflacionarias originadas en la demanda y en los costos salariales, contribuyeron a reducir las expectativas de inflación a todos los plazos. Tanto la encuesta aplicada a los analistas económicos como los cálculos realizados con los títulos de deuda pública sugieren unas expectativas de inflación inferiores a 3%.

Los pronósticos de inflación para 2013 también disminuyeron, con una senda central que se estima sea creciente, pero inferior a 3%. En estas proyecciones el IPC de alimentos y de regulados se aceleraría a tasas anuales cercanas a la meta de largo plazo. Los no transables sin alimentos ni regulados disminuirían su ritmo de aumento, en parte por las pocas presiones de demanda y por unos precios indexados que se ajustarían con la baja inflación registrada el año pasado. La variación anual de los precios de bienes transables no registraría cambios importantes.

En cuanto a la demanda externa, el bajo crecimiento mundial del cuarto trimestre de 2012 fue similar a lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. Este débil comportamiento ha desestimulado el comercio internacional, afectando de manera negativa las exportaciones y la producción industrial en todo el mundo, incluido Colombia. Los precios internacionales del petróleo se mantienen altos, mientras que los del café y del carbón han descendido. De esta forma, la tendencia ascendente que llevaban los términos de intercambio hasta 2011 se interrumpió en 2012, cuando permanecieron relativamente estables.

En 2013 las medidas adoptadas por las autoridades europeas y las mejoras en las condiciones financieras han reducido la probabilidad de que se presente una fuerte recesión en la zona del euro. Estados Unidos podría crecer menos que en 2012. Los países emergentes volverán a liderar la economía mundial, con aumentos de su producto interno bruto (PIB) similares al de su potencial. De esta forma, es probable que la actividad económica de los socios comerciales de Colombia siga débil, con una expansión promedio cercana a la observada en 2012.

El bajo crecimiento mundial y las pocas presiones inflacionarias globales sugieren que las tasas de interés internacionales continuarían bajas. Los términos de intercambio de Colombia podrían ser algo menores al promedio observado en 2012,

como consecuencia de un crecimiento mundial muy moderado. Así, es factible que el ingreso nacional siga sustentado en unos términos de intercambio altos, pero menores a los observados el año pasado.

En el contexto interno, en el tercer trimestre de 2012 la economía colombiana cayó 0,7% frente al segundo trimestre y creció 2,1% con respecto a un año atrás. Esta desaceleración en el crecimiento anual, explicada principalmente por un descenso en las obras civiles y en la construcción y edificaciones, fue mayor a la prevista. El aumento del consumo de los hogares (4%) se desaceleró según lo previsto. Las exportaciones disminuyeron su dinámica a un ritmo mayor que el de las importaciones.

Para el cuarto trimestre de 2012 la nueva información de crédito de consumo, de comercio al por menor y de confianza del consumidor sugiere que el gasto de los hogares habría crecido a una tasa algo menor que la observada en el tercer trimestre. La incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión es elevada, en especial la del gasto en obras civiles, en construcción y en edificaciones. Las cifras de exportaciones en dólares sugieren que la desaceleración en estas ventas externas sería mayor que la de las importaciones.

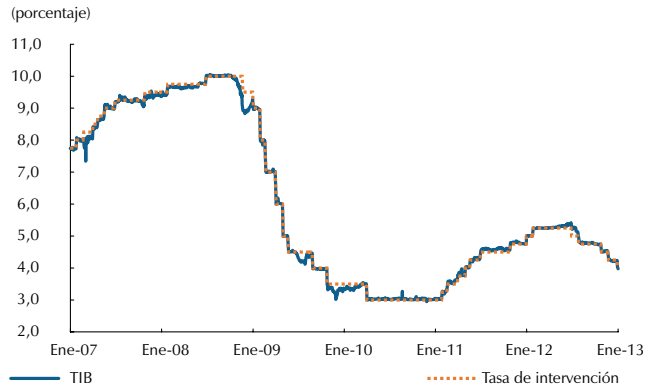
En noviembre el índice de producción industrial (IPI) cayó y las expectativas en el sector volvieron a deteriorarse. Las ventas de comercio al por menor crecieron a buen ritmo. En la minería los problemas de orden público y de transporte que afectaron el sector durante el tercer trimestre parecen haberse disipado a finales de 2012, con lo cual los niveles de producción de petróleo y de carbón se recuperaron.

Por todo lo anterior, el equipo técnico redujo el rango de crecimiento anual del PIB proyectado para 2012, a un intervalo entre 3,3% y 3,9%. En 2013 el crecimiento anual del PIB podría situarse en la parte superior de un rango estimado entre 2,5% y 4,5%. La incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión en Colombia y sobre el tamaño de la recesión que podría registrarse en la zona del euro explica buena parte de la amplitud de los intervalos de pronóstico.

En conclusión, en el segundo semestre de 2012 la actividad económica se desaceleró más de lo esperado y la inflación observada y el promedio de las medidas de inflación básica terminaron el año con unas tasas inferiores a 3%. Para 2013 las proyecciones indican que en los primeros trimestres el PIB podría crecer a una tasa inferior a la de su potencial y se presentaría una brecha de producto negativa. Esta debilidad en la demanda y la desaceleración registrada en el crédito disminuyen, además, la probabilidad de que se conformen desbalances financieros. Todo ello, en un contexto de expectativas y proyecciones de inflación que se encuentran por debajo del 3%.

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) evaluó el anterior entorno económico y el balance de riesgos, y decidió reducir la tasa de interés de referencia, desde 4,75% en septiembre de 2012 a 4% en enero de 2013 (Gráfico B). Asimismo, la JDBR decidió continuar con el proceso de acumulación de reservas

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



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 31 de enero de 2013.
 Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

internacionales, en un entorno en el cual la probabilidad de desaliamiento cambiario es mayor que en el pasado, además en un contexto de desaceleración económica y una postura expansiva de la política monetaria. Estas compras acercarían algunos indicadores de reservas a niveles considerados internacionalmente como los más adecuados. Por estas razones, se extendió el programa de subastas diarias para la compra de divisas, acumulando al menos US\$3.000 millones (m) entre febrero y mayo de este año, con compras diarias no inferiores a US\$30 m. Esto representa un incremento en las compras promedio mensuales de US\$500 m, a una cifra no inferior a US\$750 m bajo este programa.

José Darío Uribe Escobar
 Gerente General
 Banco de la República

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Juan Sebastián Amador

Óscar Iván Ávila

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Joan Granados

Daniel Parra

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

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

La recesión de la zona del euro habría continuado en el cuarto trimestre de 2012 y se estaría prolongando un poco más de lo esperado.

Las medidas adoptadas por las autoridades económicas de Europa y los Estados Unidos han ayudado a tranquilizar a los mercados financieros, aunque los problemas estructurales aún no se han solucionado.

El escenario central de crecimiento para los principales socios comerciales de Colombia se estaría manteniendo; sin embargo, la probabilidad de un escenario crítico en Europa se redujo.

Dado el contexto internacional se espera que el déficit en cuenta corriente para 2012 se haya situado entre 3,1% y 3,3% del PIB.

A. COYUNTURA INTERNACIONAL

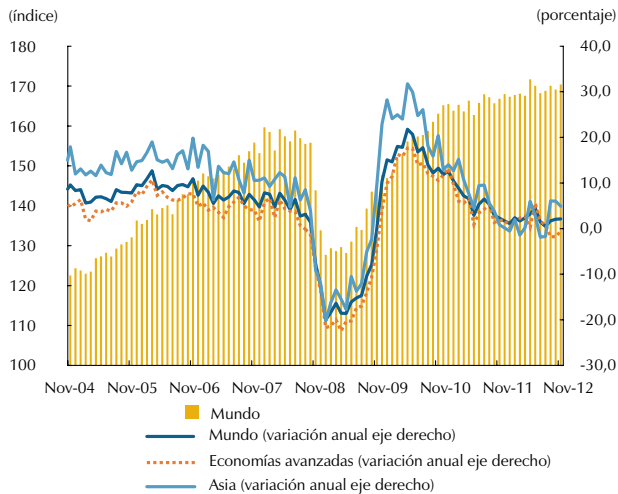
1. Actividad real

En términos generales, las cifras de crecimiento económico para el tercer trimestre fueron ligeramente superiores a lo esperado en el escenario central del *Informe sobre Inflación* de septiembre, debido al mayor crecimiento de los países desarrollados y de algunas economías de América Latina. La información disponible para el cuarto trimestre evidencia que el crecimiento habría continuado a un ritmo modesto en los Estados Unidos, mientras que en Europa habría presentado nuevamente una contracción. Para el caso de las economías emergentes de Asia la situación mejoró gracias a la aceleración de la producción en China. Por su parte, en América Latina la actividad real continuó expandiéndose a un ritmo favorable.

En los últimos meses de 2012 el comercio global empezó a recuperarse.

En los últimos meses del año el comercio global mostró signos de recuperación, en especial por el mayor dinamismo de China y otras economías emergentes de Asia (Gráfico 1). De la misma forma, la mejora de las expectativas de los empresarios sugiere un menor deterioro de los sectores manufactureros, sobresaliendo

Gráfico 1
Comercio mundial: índice real de exportaciones



Fuente: Datastream.

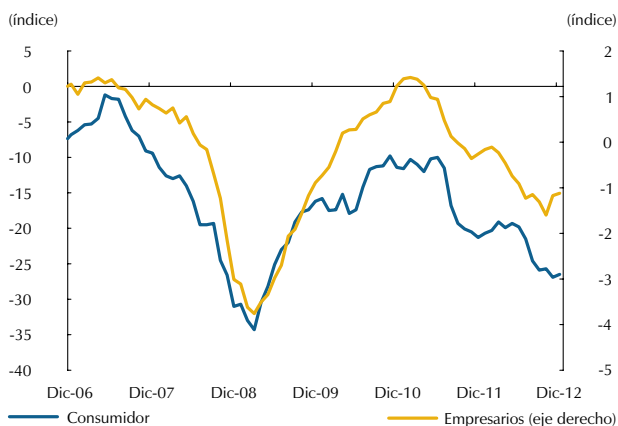
el caso de China y los Estados Unidos, donde se anticipan expansiones. De esta forma, la actividad real en algunas regiones ha empezado a mostrar señales de avivamiento, que deberían consolidarse en 2013.

En particular, entre julio y septiembre el producto interno bruto (PIB) de la zona del euro se contrajo de nuevo, tanto en términos anuales como trimestrales, confirmado la recesión que atraviesa la región; pese a ello, el ritmo de contracción se desaceleró levemente, debido a la menor caída del PIB en algunos países de la periferia. Para el caso de Alemania, la expansión de su producción siguió moderándose, por lo que su crecimiento económico no fue suficiente para contrarrestar el deterioro de otros países.

Las medidas adoptadas por las autoridades europeas concernientes con la implementación del fondo de rescate permanente, los avances en la agenda de integración bancaria, el apoyo a Grecia y el respaldo del Banco Central Europeo (BCE) dieron tranquilidad a los mercados financieros en los últimos meses e interrumpieron las salidas de capitales desde los países de la periferia.

Lo anterior disminuyó la probabilidad de una caída económica profunda en Europa, mientras la posibilidad de una salida de Grecia de la zona del euro en 2013 o la pérdida de acceso a los mercados de deuda pública por parte de España e Italia se redujo significativamente. Sin embargo, en el cuarto trimestre los indicadores de confianza y de actividad real permanecieron en niveles bajos (Gráfico 2), evidenciando que el deterioro de la economía se habría prolongado durante este período y que las decisiones en materia económica aún no se reflejaban en el desempeño de la demanda interna y de la producción.

Gráfico 2
Índices de confianza de la zona del euro

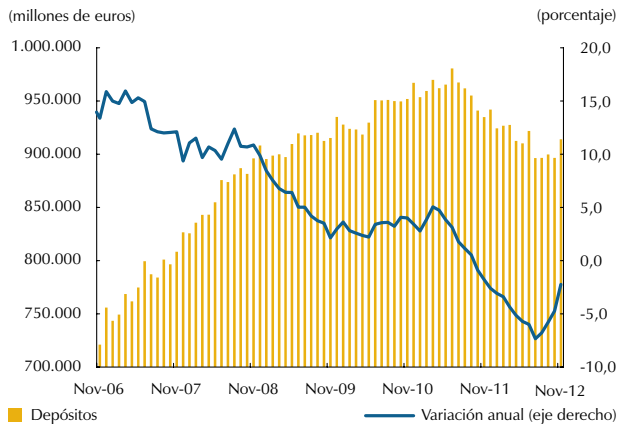


Fuente: Bloomberg.

Es así como en Europa la producción industrial, las ventas al por menor y el crédito al sector privado seguían contrayéndose en noviembre, tanto en términos anuales como mensuales. Asimismo, con información a diciembre, la tasa de desempleo se mantuvo en máximos históricos en algunas economías de la periferia.

La débil situación de la región siguió afectando a países como Alemania y Francia, economías que experimentaron un retroceso en su producción industrial en los últimos meses de 2012. Recientes informes del gobierno alemán apuntan a que la economía se habría contraído en el cuarto trimestre, reforzando el hecho de que la región en su conjunto podría continuar en recesión.

Gráfico 3
Depósitos bancarios en España



Fuente: Bloomberg.

Por el lado positivo, los anuncios del BCE, junto con los avances en la recapitalización de la banca comercial española, han ayudado a reducir las tensiones financieras en dicho país. Lo anterior se ha reflejado en una reversión de los flujos de capitales y en un aumento de los depósitos en el sector bancario (Gráfico 3).

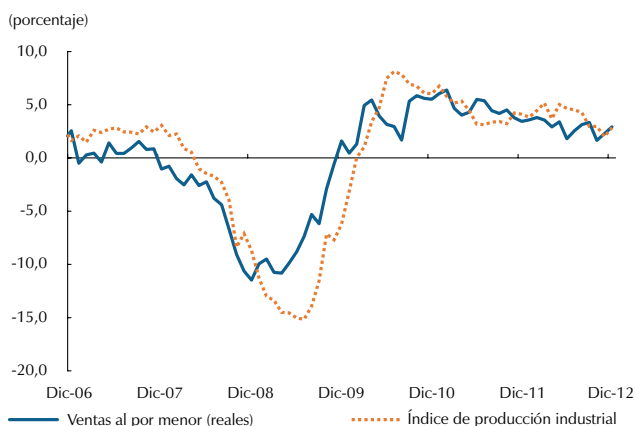
En la medida en que las condiciones financieras y la confianza mejoren en la región, cabe esperar que el canal del crédito se reactive y el crecimiento comience a responder; aunque a finales de 2012 esto aún no había sucedido. En este sentido, es fundamental que las autoridades europeas sigan dando confianza a los mercados y continúen avanzando en su agenda de integración. Con respecto al *Informe sobre Inflación* de

septiembre, los avances sobre la integración bancaria estarían tardando un poco más de lo esperado, al igual que la transmisión de las mejoras en los mercados financieros sobre la actividad real.

Por su parte, en los Estados Unidos el crecimiento del tercer trimestre sorprendió al alza, debido a la expansión positiva en el gasto público y a la aceleración de la inversión, principalmente en inventarios y residencial. En cuanto al consumo de los hogares, este se expandió a un ritmo modesto, mientras que las exportaciones se desaceleraron fuertemente.

Los indicadores de actividad real en los Estados Unidos para el cuarto trimestre evidencian que la demanda interna se habría expandido a un ritmo moderado en este período (Gráfico 4). Con cifras a diciembre, las ventas al por menor y la producción industrial continuaron creciendo tanto en términos anuales como mensuales; mientras que el mercado de vivienda siguió recuperándose, aunque todavía desde un nivel muy bajo.

Gráfico 4
Crecimiento anual de las ventas al por menor y del índice de producción industrial en los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

El crecimiento positivo de la economía y las medidas de estímulo de la Reserva Federal (Fed) estarían contribuyendo a mejorar marginalmente las condiciones del mercado laboral estadounidense. En los últimos meses este se ha caracterizado por una lenta disminución en la tasa de desempleo y un incremento positivo (aunque bajo) en el número de trabajadores.

A la par, el comportamiento del sector externo sigue deprimido, evidenciando la mayor transmisión de la recesión en Europa. Con información a noviembre, el crecimiento anual de las exportaciones mantuvo su tendencia hacia la desaceleración, mientras que su nivel completó varios meses estancado. Lo anterior estaría implicando que en el cuarto trimestre el aporte del sector externo sería ínfimo, e incluso negativo.

La demanda interna en los Estados Unidos ha seguido expandiéndose a un ritmo moderado.

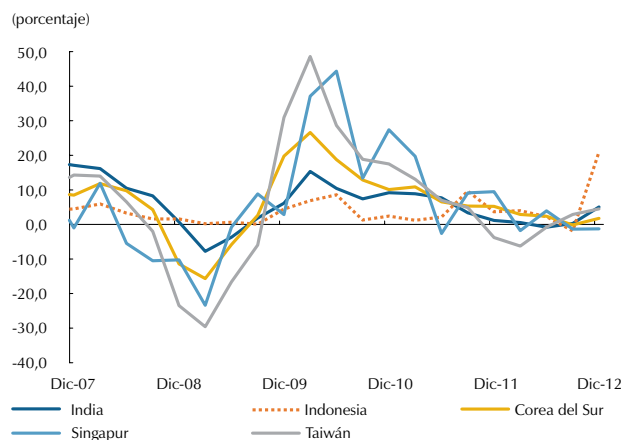
En relación con las negociaciones sobre el tema fiscal, en los primeros días de enero el Congreso de los Estados Unidos evitó parcialmente que la economía enfrentara el denominado “abismo fiscal”, que implicaba fuertes recortes de gasto y aumentos generalizados en la carga impositiva. El acuerdo al que se llegó establece un incremento de los impuestos a los más ricos y la no renovación en las exenciones de nómina, al igual que la ampliación de los subsidios de desempleo, entre otros. Estas medidas, aunque implican una caída en el ingreso disponible de todos los hogares, tienen un efecto contractivo menor al que se hubiera presentado si demócratas y republicanos no hubieran alcanzado un acuerdo.

Cabe resaltar que las discusiones relacionadas con los recortes en seguridad social y gasto en defensa, junto con algunas partidas federales, se pospusieron hasta marzo, mientras que el límite de endeudamiento se trasladó a mayo, con el fin de centrar la discusión de corto plazo en los ajustes del gasto público. Así las cosas, la incertidumbre fiscal continuaría, por lo menos, durante el primer semestre de 2013, situación que podría afectar de nuevo la confianza de empresarios y consumidores, así como las perspectivas de riesgo país por parte de las principales agencias calificadoras.

En relación con las economías emergentes, la expansión del PIB se desaceleró en el tercer trimestre en China y en otros países de Asia, debido al menor dinamismo de la demanda externa. Pese a ello, en los últimos meses de 2012 la actividad real ganó dinamismo, gracias al mayor crecimiento de China, país que respondió a las medidas de estímulo que implementaron sus autoridades económicas.

Con cifras al cuarto trimestre, el crecimiento anual del PIB chino fue de 7,9%, dato superior al registrado en el período julio-septiembre, cuando la economía se expandió 7,4%. El principal motor de la economía fue la inversión en activos fijos, cuyo aumento anual fue de 20,6%. La actividad industrial, las ventas al por menor y las exportaciones se aceleraron en el cuarto trimestre del año. Con esta información, el crecimiento del PIB en 2012 fue de 7,8%.

Gráfico 5
Crecimiento anual de los índices de producción industrial para algunas economías emergentes de Asia

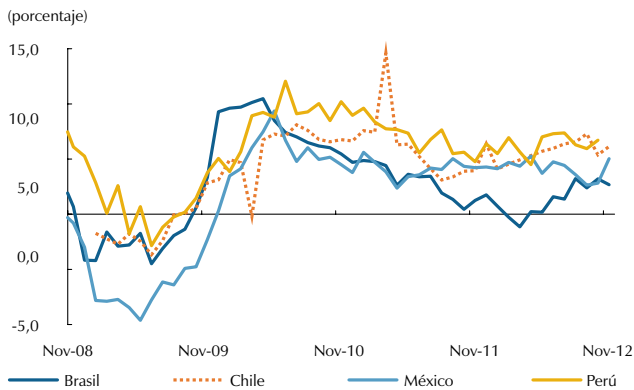


Fuente: Bloomberg.

Para el resto de países emergentes de Asia la información sobre ventas al por menor, producción industrial y exportaciones muestra alguna recuperación en el cuarto trimestre; sin embargo, la tendencia aún no es clara (Gráfico 5). Se espera que el mayor crecimiento de China ayude a impulsar estas economías.

En América Latina el crecimiento del PIB del tercer trimestre se mantuvo en un ritmo cercano al potencial en Chile, México y Perú, mientras que en Brasil empezó a mostrar señales de recuperación, aunque todavía con una expansión muy baja. Otros países de la región, como Venezuela y Ecuador, tuvieron un desempeño satisfactorio, el cual fue posible gracias al mayor gasto gubernamental en un período de contienda electoral.

Gráfico 6
Variación anual de los índices de actividad real en algunos países de América Latina



Fuente: Datastream.

La información disponible para el cuarto trimestre muestra que Chile y Perú han seguido creciendo alrededor de su potencial, mientras que en Brasil la actividad real ha seguido respondiendo a las medidas de estímulo, por lo que la recuperación habría continuado en los últimos meses del año. Por el contrario, la economía mexicana se habría desacelerado, aunque con tasas de crecimiento todavía favorables (Gráfico 6).

Finalmente, es importante señalar las perspectivas de los analistas sobre la evolución de la economía global en 2013. En términos generales se prevé que el crecimiento de las economías desarrolladas en conjunto continúe siendo débil. Se espera que el PIB de la zona del euro se contraiga nuevamente y que el de los Estados Unidos se desacelere. La expansión del PIB mundial estaría impulsada en especial por el comportamiento de las economías emergentes, lideradas por China y en alguna medida por América Latina.

La expansión del PIB mundial estaría impulsada en especial por el comportamiento de las economías emergentes, lideradas por China y en alguna medida por América Latina.

La recesión de la zona del euro se concentraría en la primera parte del año, como lo indica el BCE. Para el segundo semestre se pronostica que las menores tensiones financieras, junto con la recuperación en la demanda externa, comiencen a tener un efecto positivo sobre la actividad real. Por su parte, en los Estados Unidos se espera que en los próximos meses las autoridades lleguen a un nuevo acuerdo fiscal. Pese a ello, se estima que las medidas fiscales puedan tener, en el corto plazo, un efecto negativo sobre el crecimiento de la economía, lo que se traduciría en una expansión por debajo del 2%.

Por el lado de las economías emergentes, el crecimiento de China se aceleraría con respecto a 2012; asimismo se estima que el cambio de su modelo económico tradicional hacia uno de mayor consumo de los hogares sea un poco más suave que lo esperado antes del cambio de Gobierno. Lo anterior tendría un efecto menor sobre el crecimiento de mediano plazo. Por último, en Brasil los analistas esperan que las medidas de estímulo y los planes de inversión impulsen la actividad real en 2013.

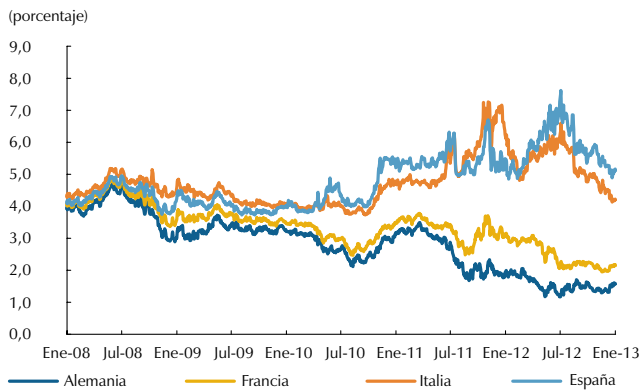
En este contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su reciente informe de perspectivas globales estima que el crecimiento mundial pasaría de 3,2% en 2012 a 3,5% en 2013. Por grupos de países, la expansión del PIB de las economías de mayores ingresos pasaría de 1,3% a 1,4%, leve repunte que se daría por la menor caída del PIB en la zona del euro y por una recuperación en el Reino Unido y otras economías avanzadas. Finalmente, la expansión de los países emergentes y en desarrollo pasaría de 5,1% a 5,5%.

*Las condiciones de
financiamiento público
en España e Italia
mejoraron en los
últimos meses
de 2012.*

2. Mercados financieros

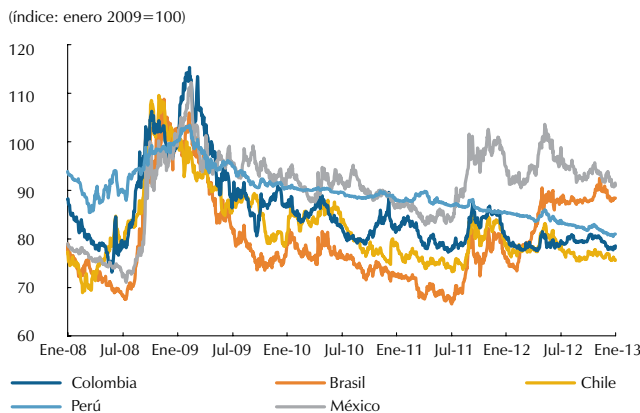
Durante el cuarto trimestre de 2012 los principales mercados bursátiles globales presentaron una tendencia positiva, impulsada por el menor escepticismo sobre la

Gráfico 7
 Tasas de interés de los títulos de deuda pública a 10 años para algunos países europeos



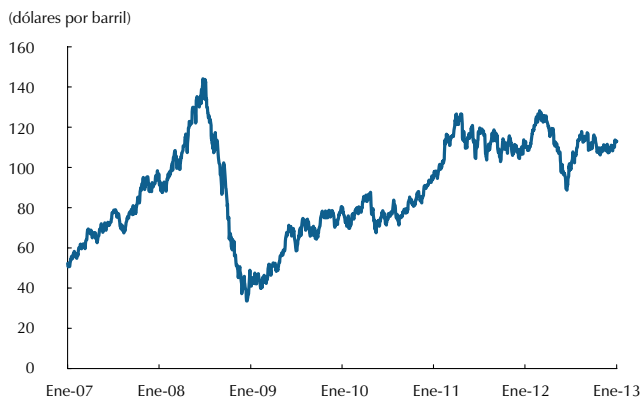
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8
 Índice de tasa de cambio nominal para algunas economías de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 9
 Precio internacional del petróleo (Brent)



Fuente: Datastream.

evolución de la crisis en la zona del euro y el mayor estímulo monetario de los bancos centrales de los países desarrollados. De manera similar, las condiciones de financiamiento público de España e Italia mejoraron en los últimos meses del año, en tanto que sus tasas de interés se redujeron y la demanda por sus títulos de deuda pública se incrementó (Gráfico 7). Lo anterior ha reducido la probabilidad de que el gobierno español solicite ayuda al BCE en los próximos meses, a pesar de que las condiciones económicas en dicho país no han mejorado.

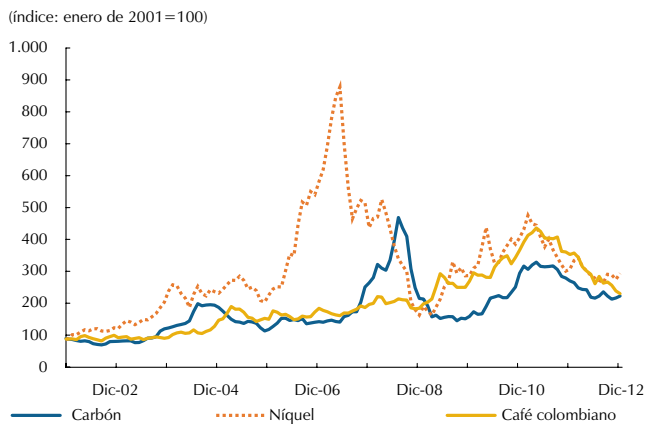
Por su parte, las discusiones sobre el tema fiscal en los Estados Unidos incrementaron levemente la volatilidad de los mercados financieros en las últimas semanas de 2012; sin embargo, esta no se acercó a los niveles preocupantes de otros episodios de incertidumbre fiscal. Cabe anotar que el resultado parcial de las negociaciones, que implicó postergar importantes decisiones sobre recortes de gasto público y ampliar el límite de endeudamiento, afectaría la volatilidad de los mercados en los primeros meses del año, especialmente en las fechas cercanas al límite para tomar aquellas decisiones, las cuales deberían hacerse en marzo y mayo.

Finalmente, la percepción de riesgo hacia las economías de América Latina se mantuvo en niveles relativamente bajos, aunque aumentó ligeramente con la incertidumbre fiscal en los Estados Unidos. De la misma forma, las monedas de la región presentaron una tendencia hacia la apreciación frente al dólar estadounidense (Gráfico 8).

3. Precios de productos básicos, inflación y política monetaria

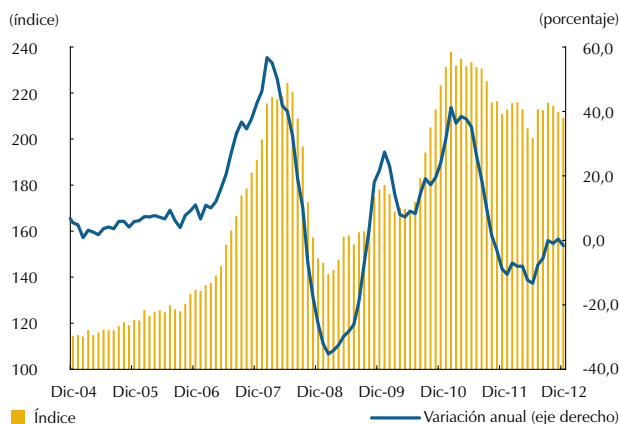
Los precios internacionales de los bienes exportados por Colombia presentaron un comportamiento diverso en 2012. Así, mientras las cotizaciones promedio de petróleo permanecieron estables (Gráfico 9), las del carbón, níquel y café cayeron a lo largo del año (Gráfico 10). Para el cuarto trimestre los precios del crudo para la referencia Brent se comportaron de acuerdo con lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre y cerraron el año en una cotización promedio de US\$112 por barril.

Gráfico 10
Índices de precios internacionales del carbón, del níquel y del café



Fuentes: Bloomberg y Banco Mundial.

Gráfico 11
Precios internacionales de los alimentos



Fuente: Food and Agriculture Organization (FAO).

Aunque las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el norte de África no afectaron la oferta de crudo de manera significativa, sí tuvieron efectos sobre las expectativas de suministro futuro y, por tanto, influyeron en las cotizaciones internacionales. Esta situación mantuvo los precios por encima de los US\$110, pese a la debilidad de la demanda mundial, especialmente la de los países desarrollados.

Por su parte, los precios de los alimentos presentaron una tendencia decreciente en los últimos meses de 2012 (Gráfico 11), dada la normalización de los fenómenos climáticos que habían afectado las cotizaciones a mediados de año.

La moderación en los precios internacionales de los alimentos y la estabilidad en las cotizaciones del crudo ayudaron a mantener la inflación baja en las principales economías desarrolladas. Lo anterior permitió seguir con una política monetaria de estímulo, apoyada en bajas tasas de interés y amplias inyecciones de liquidez.

En el caso de las economías emergentes, con excepción de Brasil, la inflación en América Latina presentó una tendencia decreciente en los últimos meses de 2012, la cual estaría explicada por los menores precios de los alimentos y por la apreciación generalizada de las monedas de la región. Por su parte, aunque en Asia el panorama inflacionario es menos claro, la variación anual de los precios se encuentra en rangos tolerables por las autoridades monetarias de la mayoría de países. Por último, en relación con la política monetaria,

la postura de los bancos centrales de los países emergentes no es generalizada, aunque es claro que mantienen o bien una política neutral o una de estímulo.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

En términos generales, el crecimiento económico de los principales socios comerciales para 2012 habría sido afín con lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. Sin embargo, los avances recientes en la zona del euro y en los Estados Unidos redujeron considerablemente la probabilidad de una caída pronunciada en 2013.

Al igual que en reportes anteriores, el comportamiento de la economía global sigue altamente influenciado por la evolución de la crisis de la zona del euro, por lo que de nuevo los escenarios de crecimiento que se describen a continuación hacen

especial énfasis en esta región. Pese a ello, no se descartan riesgos adicionales provenientes de otras economías (Cuadro 1).

De acuerdo con la información observada sobre crecimiento del PIB al tercer trimestre y los datos de actividad real para el cuarto, la expansión de la producción de la zona del euro habría sido de -0,4% en 2012. Esta cifra fue ligeramente superior a la estimada hace tres meses, gracias a la menor caída del PIB entre julio y septiembre.

Los datos recientes sugieren que la recuperación de la actividad real estaría tardando más de lo esperado, por lo que la recesión se prolongaría durante el primer semestre de 2013. Para la segunda parte del año se espera que el respaldo de las autoridades económicas y la mejora en los mercados financieros se traduzcan en un leve repunte de la actividad real. Así las cosas, la expansión esperada para todo el año sería de -0,2%, en vez de 0%. Este escenario contempla un avance en los temas de intervención bancaria durante el año, el cual culminaría en los primeros meses de 2014 con el establecimiento de un organismo de regulación bancaria. En cuanto al escenario de menor crecimiento, en este informe se descartó un colapso en Europa para 2013, gracias a las tareas adoptadas por las autoridades económicas y políticas de la región, al igual que por otros organismos multilaterales,

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2011	Proyecciones para 2012			Proyecciones para 2013		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos	1,7	2,2	2,3	2,4	0,5	1,8	2,5
Zona del euro	1,4	(0,5)	(0,4)	(0,3)	(1,2)	(0,2)	0,4
Venezuela	4,2	5,0	5,5	6,0	0,0	2,5	4,0
Ecuador	7,8	4,7	4,9	5,1	3,0	4,5	5,5
China	9,2	7,6	7,8	8,0	7,2	8,0	8,5
Otros socios							
Brasil	2,7	0,8	1,0	1,2	2,0	3,5	4,5
Perú	6,9	6,0	6,3	6,5	4,5	6,0	6,5
México	4,0	3,8	4,0	4,2	1,5	3,5	4,5
Chile	6,0	5,3	5,6	5,9	3,5	4,8	5,5
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	3,0	3,3	3,5	3,8	1,8	3,2	4,0
Países desarrollados ^{a/}			1,3			1,4	
Países en desarrollo ^{a/}			5,1			5,5	
Total mundial ^{a/}			3,2			3,5	

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

El comportamiento de la economía global sigue altamente influenciado por la evolución de la crisis de la zona del euro.

como el FMI. El escenario bajo contempla un crecimiento de -1,2% para la zona del euro (frente al -3% del informe anterior), el cual se presentaría si las tensiones financieras y el deterioro de la confianza se agravan debido a una interrupción o retraso en la agenda de integración, o a un mayor detrimento de la actividad real.

Para el caso de los Estados Unidos, el crecimiento de 2012 sería un poco más alto de lo esperado hace tres meses, debido a la aceleración del PIB evidenciada en el tercer trimestre del año¹. Para 2013 los efectos contractivos de la incertidumbre fiscal, el menor gasto del gobierno y el mayor deterioro de la zona del euro desacelerarían la economía estadounidense, por lo que su expansión solo sería del 1,8%. El escenario central o más probable supone que en los primeros meses del año se llegaría a un nuevo acuerdo fiscal en torno al incremento del límite de endeudamiento y algunos recortes de gasto público en defensa y seguridad social. Pese a ello, el problema de sostenibilidad de la deuda no sería solucionado, por lo que seguiría generando incertidumbre en los próximos años. El escenario de bajo crecimiento, además de una contracción en Europa más fuerte, contempla una mayor incertidumbre fiscal en los Estados Unidos, la cual afectaría en mayor medida su crecimiento en 2013.

Para el caso de las economías emergentes se espera una recuperación en el crecimiento económico, especialmente en China y Brasil, países que apoyarían la aceleración de su actividad real en las medidas de estímulo que han implementado sus autoridades económicas en los últimos meses. Otros países de América Latina como Chile y Perú crecerían a tasas cercanas a su potencial, impulsadas por el dinamismo de su demanda interna. Por último, Venezuela evidenciaría una menor expansión de su PIB en un año poselectoral.

En el escenario de menor crecimiento, la actividad real de las economías emergentes se vería afectada por la desaceleración de la demanda externa y, en algunos casos, por las menores cotizaciones de los bienes exportados.

Las cotizaciones promedio para 2013 de los principales productos de exportación serían menores que en 2012.

Finalmente, en relación con los precios internacionales de los bienes exportados por Colombia, en el escenario central se esperan menores cotizaciones promedio para todos los productos de exportación (petróleo, carbón, oro, ferroníquel y café), como resultado del débil crecimiento de las economías desarrolladas y de las condiciones de oferta de algunos de estos bienes (Cuadro 2)².

1 La información del PIB para el cuarto trimestre y, por ende, para todo 2012 se publicó cuando se redactaba este informe, por lo que no fue tomada en cuenta para los escenarios de pronósticos que se presentan en esta sección.

2 Los precios internacionales que se presentan en el Cuadro 2 son las referencias que se utilizan para la elaboración de los pronósticos de la balanza de pagos y no necesariamente corresponden a los precios implícitos de los bienes exportados por Colombia. Lo anterior, debido a diferencias en la calidad y en los tipos de contratos que se fijan en el país.

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

Principales productos	2012	Proyecciones para 2013		
		Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	2,0	1,30	1,60	1,90
Petróleo Brent (dólares por barril)	112	97	105	110
Carbón Róterdam (dólares por tonelada)	92,8	70,0	90,0	95,0
Níquel Bolsa de Londres (dólares por tonelada)	17.591	16.000	18.200	19.000
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.670	1.800	1.600	1.500

a/ Para los precios del oro se supone que este es un refugio de valor, por lo que su cotización sube cuando hay mayor incertidumbre (escenario pesimista).

Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

En este contexto, los términos de intercambio en 2013 podrían ser algo menores al promedio observado en 2012. Este sería el primer año desde 2003 en el que el promedio anual de este indicador no aumentaría.

B. BALANZA DE PAGOS

La balanza de pagos, para el acumulado del año 2012 entre enero y septiembre, registró un déficit en cuenta corriente de 3,1% del PIB (US\$8.447 millones [m]), superior al observado en el mismo período del año anterior (2,7% del PIB, US\$6.742 m). En particular, en el tercer trimestre de 2012 se registró un déficit en cuenta corriente de 4,0% del PIB (US\$3.630 m), también mayor al observado en el mismo período del año anterior (3,4% del PIB, US\$2.940 m). Esta ampliación obedeció a un menor superávit comercial, acompañado de un incremento en el déficit de servicios y una reducción de los ingresos netos por transferencias. Lo anterior estuvo soportado por unos mayores recursos de financiación externa que implicaron un superávit de US\$5.451 m (6,0% del PIB) en la cuenta de capital y financiera, superior en US\$1.260 m al observado un año atrás (US\$4.191 m, 4,8% del PIB).

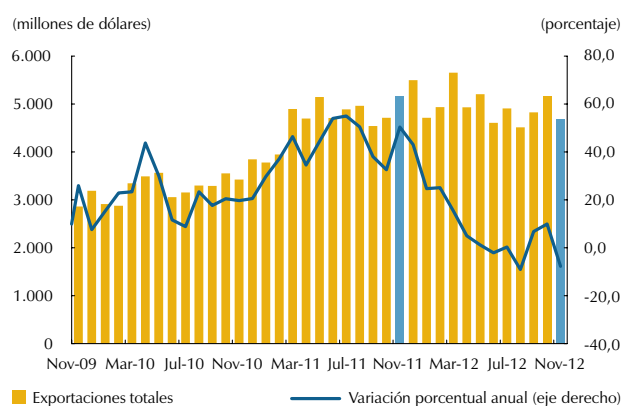
El mayor desbalance registrado en la cuenta corriente del tercer trimestre se explica por la caída de 0,3% anual en las exportaciones de bienes, frente a un crecimiento de 3,5% de las importaciones de bienes para el mismo período. Adicionalmente, los ingresos netos por transferencias corrientes registraron una caída de 19% anual, con una disminución en las remesas de trabajadores de 4,3% en el tercer trimestre de 2012. En compensación, el déficit en renta de factores se contrajo 10% anual, debido a unos menores egresos por remisión de utilidades y dividendos de empresas con capital extranjero, los cuales se desaceleraron durante el año, principalmente por el comportamiento de las exportaciones mineras.

Entre enero y septiembre de 2012 se registró un déficit en la cuenta corriente de 3,1% del PIB.

En términos de financiamiento, en el tercer trimestre de 2012 los principales recursos provinieron de la inversión extranjera directa (IED), la cual ascendió a US\$3.960 m, así como de la inversión extranjera de portafolio por un valor de US\$3.738 m. Dichos ingresos fueron parcialmente compensados por las salidas

de capital colombiano para la constitución de activos en el exterior, por una suma de US\$1.887 m, en particular de entidades del sector privado. Durante el período mencionado el saldo de las reservas internacionales brutas aumentó en US\$1.446 m.

Gráfico 12
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE.

De acuerdo con la información de comercio exterior, que está disponible a noviembre de 2012, puede inferirse que el comportamiento en términos de la balanza comercial se mantendría en el último trimestre del año, para el cual se espera una nueva contracción de las exportaciones y un crecimiento moderado de las importaciones. En efecto, en octubre y noviembre de 2012 las exportaciones totales en dólares sumaron en promedio US\$4.931 m, lo que implica una reducción de 0,1% con respecto al mismo período del año anterior (Gráfico 12). Por el contrario, las importaciones FOB (*free on board*)³ en dólares crecieron en términos anuales 4,9% en el período mencionado, alcanzando en promedio un valor de US\$4.939 m.

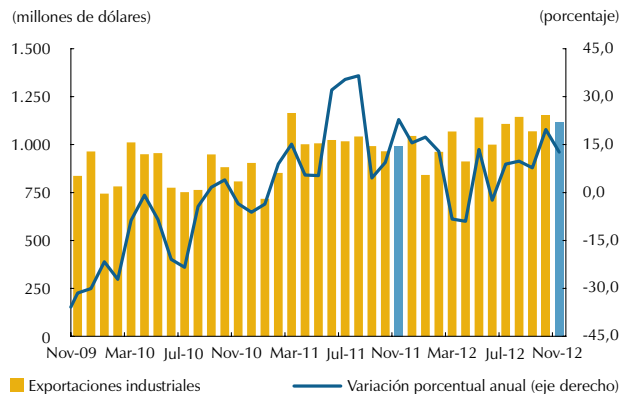
En el tercer trimestre de 2012 los principales recursos de financiamiento provinieron de la inversión extranjera directa, la cual ascendió a US\$3.960 m.

Durante dicho bimestre el comportamiento de las exportaciones refleja la caída tanto de las ventas externas de bienes de origen minero (carbón, ferroníquel, oro, y petróleo y sus derivados) como de las de origen agrícola (café, banano y flores), las cuales registraron una reducción anual de 2% y 9%, respectivamente. En el caso de las de bienes de origen minero (70% de las exportaciones totales en el período en mención), la caída se explica por el menor volumen exportado de petróleo crudo y ferroníquel. Por su parte, el menor valor de bienes de origen agrícola tiene su explicación en la reducción de las exportaciones de café, que registraron una variación anual promedio de -26%, efecto de la fuerte caída en sus precios observada en dicho período. Este comportamiento fue compensado con los resultados de las exportaciones industriales⁴ (cuya participación en el total exportado fue 23%), que crecieron en promedio 16% anual frente al mismo bimestre de 2011 (Gráfico 13). Estas ventas externas mostraron un mejor desempeño en octubre y noviembre para la mayoría de subsectores con respecto a lo observado hasta septiembre. Se destaca el aumento de 7,7% anual en las ventas hacia Ecuador y de 17% en las dirigidas al resto de destinos sin los Estados Unidos ni Venezuela. Cabe señalar que para el período mencionado las ventas de los productos industriales a Venezuela siguen creciendo a buen ritmo (40,7% anual), aunque menor al

3 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF (*cost, insurance and freight*), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de US\$5.193 m durante octubre y noviembre de 2012, con un aumento de 4,9% anual.

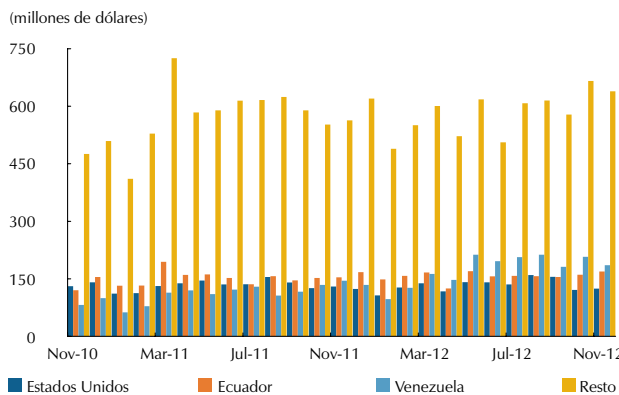
4 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni sus derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores. Las exportaciones manufactureras representan el 98% de este grupo, ya que se incluyen otros bienes mineros y agrícolas.

Gráfico 13
Exportaciones industriales sin productos básicos^{a/}



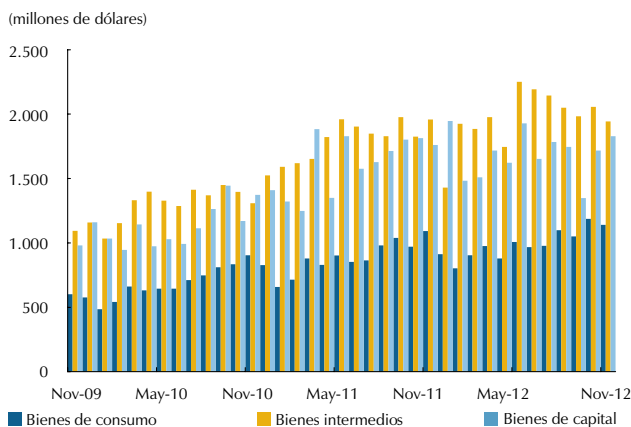
a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas.
Fuente: DANE.

Gráfico 14
Exportaciones industriales hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto^{a/}



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

Gráfico 15
Importaciones de bienes (FOB)



Fuente: DANE.

observado en trimestres anteriores, mientras que para el mismo período las ventas de estos productos hacia los Estados Unidos se contrajo en 4,2% anual (Gráfico 14).

En cuanto a las importaciones FOB en dólares, en el promedio de octubre y noviembre su crecimiento estuvo impulsado principalmente por las mayores compras de bienes de consumo (12,9% anual), principalmente por las de no durable que aumentaron 19%. Las importaciones de bienes intermedios, se incrementaron 5,8% en promedio (en especial por las de materias primas y bienes intermedios para la agricultura). Por el contrario, las importaciones de bienes de capital cayeron 0,8% anual en promedio para dicho bimestre, debido a la reducción de 12% en las compras externas de equipo de transporte (Gráfico 15).

Por otra parte, en lo corrido del año al mes de noviembre los ingresos por remesas de los trabajadores colombianos en el exterior registraron una reducción anual de 2,1%, efecto de la difícil situación que atraviesan los países en donde se originan estos recursos, como España. En cuanto a los flujos de capital de la balanza cambiaria⁵ en 2012, se observó un crecimiento en las entradas de capital privado, principalmente por la mayor IED en Colombia, con respecto a lo registrado un año atrás. Sin embargo, dichas entradas fueron compensadas por mayores salidas de capital del sector privado, resultado en gran medida de otros flujos diferentes a inversión directa.

De acuerdo con lo anterior, y junto con los intervalos de pronóstico de las principales variables externas y de crecimiento interno (presentados en distintas secciones de este informe), el ejercicio de proyección de la balanza de pagos estima un déficit en cuenta corriente

5 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.

El déficit para el año 2012 podría haberse ubicado entre 3,1% y 3,3% del PIB.

para el año 2012 mayor al observado en 2011⁶. Así, el déficit para 2012 podría ubicarse en un rango entre 3,1% y 3,3% del PIB. Consistentes con estos resultados, las exportaciones en dólares crecerían en un rango entre 3,9% y 4,1%, reflejando así la desaceleración de las ventas externas que se observó a lo largo del año 2012 en un entorno de demanda externa débil y una caída en los precios de los principales productos de exportación. Por su parte, las importaciones aumentarían entre 7% y 8%, dado el buen comportamiento esperado del consumo. Esta proyección estima salidas por renta de los factores en niveles similares a los observados en 2011, asociadas principalmente con la remisión de utilidades del sector de hidrocarburos. Asimismo, se proyecta una ligera disminución de los ingresos netos por transferencias, en especial por el comportamiento observado de las remesas de los trabajadores.

Por el lado de la cuenta de capital y financiera, se estima que para 2012 la principal fuente de recursos habría sido la IED, la cual se espera mayor a la observada en 2011, aunque con una moderación en su tasa de crecimiento. Dicho comportamiento se debe a que la IED en el sector petrolero se ha mantenido en niveles similares a los de 2011, soportados por el precio del crudo, y al impulso adicional originado en los recursos de inversión dirigidos hacia otros sectores como el financiero y el de hotelería y turismo. Por su parte, las salidas de capital por inversión colombiana en el exterior (ICE) se estiman menores que las registradas un año atrás, implicando, en términos netos, un crecimiento importante de los recursos por IED. Asimismo, para 2012 la proyección considera un financiamiento externo por parte del sector público, superior al observado en 2011, que corresponde en mayor medida a operaciones de crédito externo asociadas con proyectos de inversión específica, principalmente en el sector de hidrocarburos (Cuadro 3).

De esta forma, la proyección de la balanza de pagos para el año 2013 implica un déficit en cuenta corriente que podría ubicarse entre 3,0% y 3,6% del PIB, con un escenario central ligeramente superior al previsto para el año 2012. La menor probabilidad de una caída fuerte en la actividad económica en Europa y en los Estados Unidos aumentó el pronóstico del déficit en cuenta corriente en el escenario pesimista de contexto internacional, frente a lo que se mostró en el informe trimestral anterior.

La proyección de la balanza de pagos muestra que el déficit de la cuenta corriente podría estar entre 3,0% y 3,6% del PIB en 2013.

En el escenario central de la balanza de pagos se espera que las exportaciones de los principales productos crezcan en 2013 más que lo registrado en 2012, como resultado de unas mayores cantidades de exportación para café, petróleo y carbón, las cuales compensarían los menores términos de intercambio (dados los más bajos precios internacionales esperados para 2013 con respecto a los observados en 2012). Por su parte, las exportaciones de productos no tradicionales serían un

⁶ Para la proyección de la balanza de pagos se construyen los pronósticos de los precios implícitos promedio de los principales productos de exportación, tomando como base los rangos de precios de referencia presentados en la sección anterior. Así, para 2012 se tomaron los precios promedio observados, y para 2013 se proyecta un precio promedio para el petróleo colombiano de US\$96,4/barril, para el carbón colombiano US\$90/tonelada y para el ferróniquel US\$2,9/libra, en el escenario más probable. En el caso del oro y el café la proyección coincide con sus precios de referencia.

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

	(millones de dólares)				(porcentaje del PIB) ^{d/}			
	2009	2010	2011 (pr)	2012 (proy)	2009	2010	2011 (pr)	2012 (proy)
I. Cuenta corriente	(4.960)	(8.758)	(9.955)	(11.533)	(2,1)	(3,1)	(3,0)	(3,2)
A. Bienes y servicios no factoriales ^{a/}	(275)	(1.384)	940	(803)	(0,1)	(0,5)	0,3	(0,2)
B. Renta de los factores	(9.298)	(11.849)	(15.833)	(15.550)	(4,0)	(4,1)	(4,7)	(4,3)
C. Transferencias	4.613	4.475	4.938	4.820	2,0	1,6	1,5	1,3
II. Cuenta de capital y financiera	6.255	11.807	13.711	16.931	2,7	4,1	4,1	4,6
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{b/}	(1.029)	7.026	10.913	10.336	(0,4)	2,5	3,3	2,8
B. Sector público	7.293	4.789	2.839	6.603	3,1	1,7	0,9	1,8
III. Errores y omisiones	52	87	(11)	(172)	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)
IV. Variación de las reservas internacionales brutas ^{c/}	1.347	3.136	3.744	5.226	0,6	1,1	1,1	1,4

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

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

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

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

d/ El crecimiento real del PIB para 2012 corresponde a una estimación de la Subgerencia de Estudios Económicos (Banco de la República).

Fuente: Banco de la República.

poco menos dinámicas, dado que el crecimiento esperado para los socios comerciales en 2013 sería más bajo que el de 2012. Lo anterior se daría junto con un comportamiento estable tanto para las salidas por renta de factores, como para los ingresos netos por transferencias, y unas importaciones que aumentarían a una tasa similar a la observada en 2012.

Dicho déficit seguiría siendo financiado principalmente por entradas de IED, las cuales se mantendrían en niveles similares a las del año anterior, y por inferiores recursos externos del sector público, dadas las menores necesidades de endeudamiento de algunas entidades públicas no financieras. Por último, es importante señalar que el ejercicio de proyección de la balanza de pagos refleja una variación de las reservas internacionales brutas afín con los anuncios efectuados por el Banco de la República en relación con la compra de divisas.

Recuadro 1

COMPETITIVIDAD Y CRECIMIENTO POTENCIAL PARA COLOMBIA DE ACUERDO AL ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD GLOBAL

Óscar Iván Ávila Montealegre
 Celina Gaitán Maldonado
 Juan Sebastián Rojas Bohórquez*

Recientemente el Foro Económico Mundial (FEM) publicó su reporte sobre competitividad para el período 2012-2013, donde clasifica a las economías dependiendo del nivel de prosperidad que pueden alcanzar en los próximos años. Específicamente el índice de competitividad global (ICG) considera doce pilares con los que mide la estabilidad macroeconómica y fiscal, el nivel de educación y entrenamiento, la infraestructura, la eficiencia y tamaño de los mercados de bienes y de factores, la capacidad para adoptar tecnologías e innovar, entre otros.

A partir del desempeño en cada pilar las economías son agrupadas en tres categorías, dependiendo de su estado de desarrollo y de sus perspectivas en el mediano plazo:

1. Impulsadas por la dotación de factores¹.
2. Impulsadas por la eficiencia².
3. Impulsadas por la innovación³.

Dada la información contenida en el ICG es posible determinar si un país tiene potencial para incrementar su crecimiento en los próximos años, pues, como lo referencia la teoría económica neoclásica, la expansión económica de un país está determinada por la disponibilidad de sus

* Los autores son profesionales del Departamento de Programación e Inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos, Banco de la República. Las opiniones no comprometen a la entidad ni a su Junta Directiva.

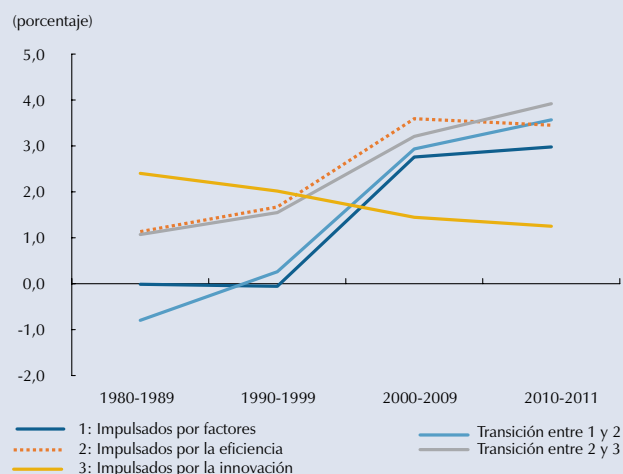
- 1 Su ingreso per cápita es inferior a los US\$3.000 y se caracterizan por la dependencia en la explotación de sus recursos naturales y el uso intensivo de mano de obra no calificada, así como por cumplir con unos parámetros básicos en instituciones, infraestructura, entorno macroeconómico, y salud y educación primaria.
- 2 Su PIB per cápita está entre US\$3.000 y US\$17.000 y, además de satisfacer los parámetros básicos, cuentan con un mayor nivel educativo y de entrenamiento, una mayor eficiencia en los mercados de bienes y de trabajo, un desarrollo financiero más alto, y están en la capacidad (o en proceso) de adoptar tecnologías.
- 3 Son economías con un ingreso por habitante superior a los US\$17.000 y se caracterizan por competir en el mercado mediante el desarrollo de nuevas tecnologías, productos únicos y mejoramiento continuo de los modelos de negocio.

factores de producción (tierra, trabajo y capital físico) y la eficiencia con que estos son utilizados (productividad y desarrollo tecnológico). A manera de ejemplo, si una economía aumenta su nivel de capital, mejorando su infraestructura, o implementa tecnologías que le permiten hacer un uso más eficiente de sus factores de producción, es posible que su potencial económico aumente.

Aunque el objetivo del estudio del FEM no es identificar el potencial económico de un país, la información que contiene el ICG permite analizar algunos de los factores que podrían incrementar el crecimiento de mediano y largo plazos de una economía.

En este sentido, cuando se observa el comportamiento histórico del crecimiento de algunos países se encuentra que las economías que en estos momentos están haciendo su transición de eficientes a innovadoras son las que lideran el crecimiento per cápita mundial (Gráfico R1.1); de la misma forma, las que décadas atrás hicieron esta transición fueron las que se expandieron a un mayor ritmo de expansión en el pasado (países que actualmente son innovadores).

Gráfico R1.1
 Crecimiento del PIB per cápita (promedio anual)



Fuente: Banco Mundial.

Estos resultados muestran que el crecimiento de una economía aumenta en las etapas de transición, lo cual es posible en la medida en que los indicadores de competitividad mejoran; asimismo, se observa que en tanto las economías se vuelven más innovadoras, alcanzan un nivel de crecimiento más sostenible en el largo plazo, con bajas tasas de expansión, pero con un producto interno bruto (PIB) per cápita relativamente elevado.

Índice de competitividad global para Colombia

Teniendo en cuenta los parámetros y los resultados del estudio realizado por el FEM, Colombia se encuentra clasificada dentro del segundo grupo de países, ubicándose en el puesto 69 del escalafón, para una muestra de 144 países, con un puntaje para el IGC de 4,18, sobre un valor máximo posible de 7⁴.

Dentro de este resultado sobresale la calificación obtenida en el pilar de condiciones macroeconómicas, donde se han identificado grandes avances en términos de reducción del déficit público, el manejo de la deuda, el control de la inflación y las mejoras en la calificación de riesgo país. Lo anterior está acompañado con otras mejoras relativas en aspectos como el tamaño del mercado y la eficiencia del mercado financiero.

A pesar de los buenos resultados en estos campos, las mediciones del IGC también han evidenciado grandes falencias en otras áreas, tales como la debilidad de las instituciones públicas, el déficit en infraestructura de transporte, los problemas de calidad de la educación y la baja capacidad de investigación e innovación. En estos aspectos se sintetizan los principales obstáculos para el crecimiento y la competitividad del país.

ICG de Colombia en términos relativos

En relación con los países *impulsados por la eficiencia*, Colombia se encuentra en una posición favorable debido a sus fortalezas relativas en términos de contexto macroeconómico y tamaño del mercado (especialmente local) (gráfico R1.2), lo que le ha permitido incrementar su PIB per cápita en los últimos años. Pese a ello, el país aún enfrenta grandes retos para incrementar su crecimiento potencial y alcanzar una nueva etapa de desarrollo. Lo anterior se puede inferir al comparar los indicadores de Colombia con los de otros países que han mostrado un mejor desempeño económico en los últimos años.

Un primer referente de comparación es China, país que ha exhibido un crecimiento promedio anual per cápita relativamente alto en las últimas dos décadas y que presenta resultados superiores en cada uno de los componentes del indicador de competitividad. Mayores valores en las categorías de infraestructura, salud y educación, así como del tamaño del mercado, entre otros, junto con un menor nivel de PIB per cápita, explican el mayor potencial de crecimiento de China (Gráfico R1.3).

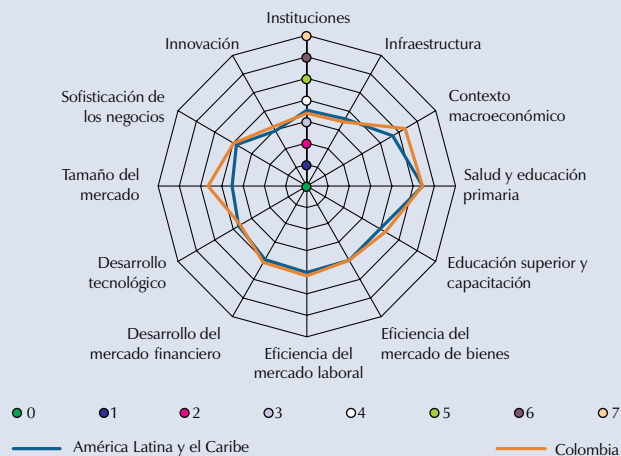
Otro de los países ubicado en la misma etapa de desarrollo que Colombia y que ha mostrado un crecimiento promedio

Gráfico R1.2

A. Componentes del ICG de Colombia y del promedio de los países impulsados por la eficiencia y la innovación
(1 = peor desempeño posible; 7 = mejor desempeño posible)



B. Componentes del ICG de Colombia y del promedio de América Latina y el Caribe
(1 = peor desempeño posible; 7 = mejor desempeño posible)



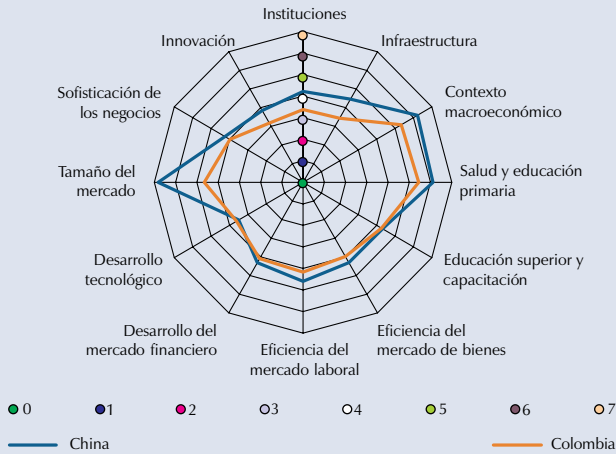
Fuente: Foro Económico Mundial.

mayor en la última década es Perú⁵. Los componentes del indicador de competitividad muestran un panorama similar para ambos países, con grandes retos en términos institucionales y de educación (Gráfico R1.4); sin embargo, existen algunas diferencias en el contexto macroeconómico y en la eficiencia del mercado de bienes.

4 De acuerdo con los resultados de la medida del IGC para el año 2011-2012, Colombia se ubicó en el puesto 68, con lo cual en el presente año perdió un puesto después de la actualización de los indicadores.

5 La comparación con este país resulta más natural, dada la cercanía geográfica y las similitudes idiosincrásicas entre los países, por lo que las diferencias en términos de competitividad y de crecimiento pueden dar una mejor perspectiva sobre los retos de Colombia en el mediano y largo plazos.

Gráfico R1.3
Componentes del ICG de Colombia y de China
(1 = peor desempeño posible; 7 = mejor desempeño posible)



Fuente: Foro Económico Mundial.

Gráfico R1.4
Componentes del ICG de Colombia y de Perú
(1 = peor desempeño posible; 7 = mejor desempeño posible)



Fuente: Foro Económico Mundial.

La relativa superioridad peruana se explicaría en especial por dos factores: régimen tributario y marco legal. Con respecto al primero, en Colombia los gravámenes son relativamente más altos y tienden a limitar la inversión; mientras que en el segundo, el entorno legal peruano es más favorable para la inversión extranjera directa (IED), dada la existencia de mayores tratados comerciales que han incrementado la apertura a los mercados internacionales. Ambos factores explican por qué, si bien el modelo de crecimiento ha sido muy parecido

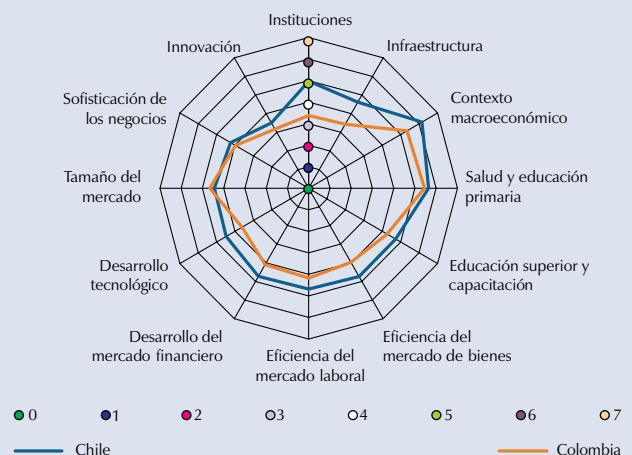
en los dos países en los últimos años (explotación de bienes mineros, IED y dinamismo de la demanda interna), Perú podría tener más factores favorables para un crecimiento mayor de largo plazo.

Al igual que en China, el PIB per cápita de Perú es menor al colombiano, por lo que un efecto base también estaría explicando parte del mayor crecimiento de dicho país.

Finalmente, vale la pena comparar los resultados obtenidos por Colombia con alguno de los países de la región que se encuentran un paso más adelante, por cuanto están clasificados en una etapa de transición hacia el crecimiento impulsado por la innovación, lo que permite identificar los retos del país no solo para lograr un mayor crecimiento en el largo plazo, sino para hacerlo sostenible (Gráfico R1.5). Los resultados de Chile son un buen punto de comparación, pues sugieren dos principales campos de acción.

El contraste muestra que Colombia tiene un rezago en infraestructura de transporte con respecto al país austral, lo cual aumenta los costos de los bienes transados e impone un claro obstáculo a la expansión y eficiencia de los mercados. Asimismo, en el ámbito institucional Colombia presenta uno de los indicadores más bajos de la región, lo cual supone un desafío importante para el país en el camino de mejorar su competitividad e incrementar su crecimiento de largo plazo, ya que implica reducir los índices de violencia, aumentar la eficiencia del sistema judicial e incrementar la transparencia tanto de funcionarios públicos como privados, entre otros.

Gráfico R1.5
Componentes del ICG de Colombia y de Chile
(1 = peor desempeño posible; 7 = mejor desempeño posible)



Fuente: Foro Económico Mundial.

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

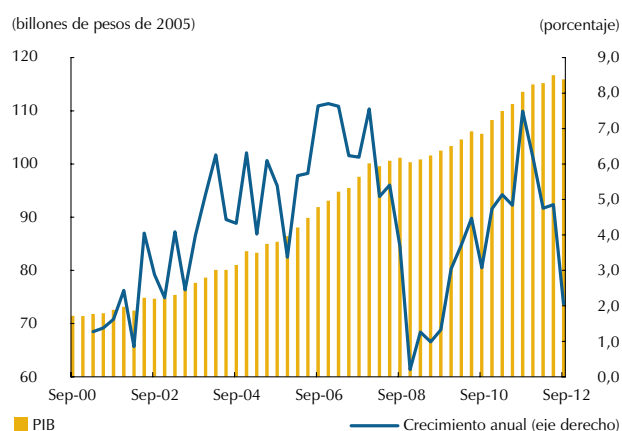
El crecimiento económico durante el tercer trimestre de 2012 fue significativamente menor que lo esperado en el *Informe sobre Inflación* anterior.

La demanda interna se desaceleró, principalmente por las contribuciones negativas de la construcción de obras civiles y edificaciones. El consumo de los hogares siguió creciendo a tasas cercanas a su promedio histórico, tal como se previó en informes anteriores.

Para el cuarto trimestre se proyecta una expansión anual de la actividad económica entre 2,0% y 3,5%, mientras que para todo 2012 se situaría entre 3,3% y 3,9%. Estos rangos suponen un mejor desempeño de la inversión a finales de año e incorporan la incertidumbre asociada con la dinámica de los gastos en construcción y obras civiles.

A. EL PIB EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2012

Gráfico 16
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el tercer trimestre de 2012 la economía colombiana se expandió a una tasa anual de 2,1% (Gráfico 16), cifra que se ubicó por debajo del rango de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* y significativamente menor que lo esperado por los analistas del mercado. Lo anterior implicó una contracción trimestral de 0,7% en el PIB, siendo esta la primera caída trimestral desde mediados del año 2010.

La demanda interna creció en términos anuales 2,4%, la menor tasa registrada desde mediados de 2009. Esta desaceleración respondió, en mayor medida, a fuertes choques de demanda que se concentraron en el componente de inversión, en especial aquella relacionada con obras civiles, construcción de edificaciones y

equipo de transporte (como se explicará con detalle más adelante). El consumo total creció a una tasa anual de 4,1%, similar a la del segundo trimestre.

En lo que al consumo del Gobierno concierne, la expansión anual fue de 4,8%, lo que significa una aceleración frente a la del segundo trimestre. Por su parte, el gasto de los hogares de nuevo registró una variación anual de 4,0%, afín con lo que se observó el segundo trimestre y con el promedio de las tasas anuales de crecimiento de este rubro desde 2001. Cuando se desagrega el consumo de las familias por tipo de gasto, se encuentran resultados mixtos: mientras las compras de bienes no durables y servicios mostraron mayores aumentos con respecto al trimestre anterior, las de bienes semidurables y durables se desaceleraron, llegando, esta última, a revelar tasas de expansión que se ubican en niveles negativos (Cuadro 4).

En lo corrido del año el crecimiento del consumo privado sugiere un aterrizaje suave hacia tasas de expansión similares a la promedio histórica (que desde 1978 hasta 2011 es 3,0%), tal como se esperaba en informes anteriores. Esto es consistente con las decisiones tomadas desde mediados de 2011 y hasta la primera mitad de 2012 por parte de las autoridades económicas, cuando el consumo de los hogares y el crédito de consumo crecían a tasas muy superiores (en 2011 la expansión promedio fue de 6,5% para el consumo y 22,6% para el crédito).

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2011	2011	2012			Contribuciones al crecimiento anual (III trim. de 2012) (puntos porcentuales)
	IV trim.	Año completo	I trim.	II. trim.	III. trim.	
Consumo total	5,6	5,8	5,1	4,1	4,1	3,3
Consumo de hogares	6,3	6,5	5,6	4,0	4,0	2,6
Bienes no durables	3,9	4,3	5,5	2,9	3,1	0,7
Bienes semidurables	13,6	15,1	9,1	7,9	4,7	0,3
Bienes durables	10,3	23,9	5,4	1,6	(5,9)	(0,2)
Servicios	5,2	4,6	4,6	3,9	4,4	1,5
Consumo final del Gobierno	3,0	2,6	3,3	4,5	4,8	0,8
Formación bruta de capital	15,2	17,2	8,2	13,1	(1,6)	(0,4)
Formación bruta de capital fijo	16,5	16,7	7,5	15,0	(4,6)	(1,3)
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,8	2,1	1,8	(0,3)	(11,9)	(0,1)
Maquinaria y equipo	20,0	25,8	15,1	10,0	9,7	0,9
Equipo de transporte	39,3	45,2	24,9	29,9	(10,9)	(0,4)
Construcción y edificaciones	1,9	5,1	4,3	17,0	(10,7)	(0,7)
Obras civiles	21,8	6,7	(7,5)	20,3	(14,9)	(1,1)
Servicios	1,0	5,3	5,0	4,2	2,2	0,0
Demanda interna	8,4	8,8	5,9	7,1	2,4	2,6
Exportaciones totales	15,5	11,4	6,9	3,6	2,5	0,4
Importaciones totales	21,5	21,5	11,5	10,0	8,8	(2,3)
PIB	6,2	5,9	4,8	4,9	2,1	2,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El desempeño de la inversión en el tercer trimestre de 2012 fue significativamente menor que el previsto.

Por el lado de la inversión, todos sus componentes presentaron crecimientos menores frente a los del segundo trimestre; sin embargo, las grandes caídas de los sectores de obras civiles y construcción de edificaciones (-14,9% y -10,7%, en su orden) causaron, principalmente, la desaceleración de la economía en el tercer trimestre. La inversión relacionada con equipo de transporte también registró un retroceso importante (-10,9%), luego de haber mostrado incrementos destacados durante la primera mitad del año (27,4% en promedio). En contraste, la inversión en maquinaria y equipo se expandió a una tasa anual de 9,7%, pero no compensó completamente la caída de los otros componentes de la formación bruta de capital (Cuadro 4).

Las exportaciones e importaciones también se desaceleraron al tercer trimestre de 2012. En el primer caso crecieron a un 2,5% anual, mientras que en el segundo lo hicieron a una tasa de 8,8%, ambas cifras fueron menores comparadas con las tasas anuales de la primera mitad del año (5,3% y 10,8%, respectivamente). Las exportaciones netas siguen contribuyendo negativamente al crecimiento anual del PIB, aunque en menor medida que lo sucedido en 2010 y 2011.

Por el lado de la oferta, las ramas que más contribuyeron al crecimiento anual del PIB en el tercer trimestre de 2012 fueron servicios sociales, comunales y personales, el sector financiero y comercio (Cuadro 5). Sin embargo, esto fue opacado por la fuerte caída en el sector de la construcción. Adicionalmente, la industria continuó contrayéndose levemente por segundo trimestre consecutivo. A estos comportamientos negativos se sumó la fuerte desaceleración del sector minero.

El alto crecimiento registrado en los servicios sociales, comunales y personales se explica por un aumento sostenido desde abril en los rubros relacionados con la administración pública y la defensa ejecutados por el Gobierno. Asimismo, se destaca el significativo aumento de la subrama de esparcimiento, cultura y deporte, que creció en un 10,9% anual (la tasa trimestral fue de 11,2%, la más alta históricamente). Otro sector que continuó con una dinámica importante fue el financiero, que pese a la desaceleración de la cartera sigue creciendo por encima del total de la economía. Por último, la agricultura se aceleró en el tercer trimestre, en especial por el café, que reportó una expansión anual del 19%.

Por otro lado, sectores como la construcción y la industria reportaron contracciones que restaron dinamismo a la economía colombiana entre julio y septiembre. En la construcción el resultado se explica tanto por la subrama de edificaciones como por obras civiles. En el primer caso su decrecimiento obedece a una caída del área causada por retrasos en las fases de construcción en los proyectos de vivienda y comerciales, a pesar de que las cifras de inicios de obra y obras en proceso del censo de edificaciones, reportado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), crecían en dicho período a tasas relativamente altas (de 14% y 18%, respectivamente). En el caso de las obras civiles, la variación anual fue de -14,6%, muy por debajo de lo previsto en el informe anterior y que contrasta con un crecimiento de 19,8% observado en el trimestre anterior (ver sombreado Comportamiento reciente de las obras civiles). En el agregado, el

Los sectores de la construcción y la industria contribuyeron negativamente al crecimiento.

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

Sector	2011				2011 año completo	2012			Contribución al crecimiento anual (III trim. de 2012)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	III trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	7,4	1,4	1,5	(1,7)	2,1	0,2	2,1	4,0	0,25
Explotación de minas y canteras	9,4	10,9	19,2	18,3	14,5	13,3	8,5	0,5	0,04
Industria manufacturera	4,7	2,6	5,7	3,6	4,1	0,4	(0,4)	(0,1)	(0,01)
Electricidad, gas y agua	(0,9)	1,7	3,3	2,6	1,7	4,4	3,8	3,3	0,12
Construcción	1,2	(7,9)	18,9	11,1	5,5	(2,0)	18,7	(12,3)	(0,79)
Edificaciones	1,5	5,1	11,9	1,1	4,8	3,4	15,8	(10,5)	(0,31)
Obras civiles	1,5	(18,5)	29,8	19,2	6,2	(6,3)	19,8	(14,6)	(0,50)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,9	6,7	6,1	5,3	6,0	4,6	4,3	3,7	0,44
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,3	6,9	7,9	5,6	6,7	6,0	3,7	3,3	0,25
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,5	5,8	6,4	6,7	5,9	6,8	5,3	4,4	0,84
Servicios sociales, comunales y personales	2,5	3,1	3,8	3,3	3,2	3,8	3,9	5,3	0,80
Subtotal valor agregado	4,7	4,1	7,3	5,9	5,5	4,4	4,9	2,0	1,82
Impuestos menos subsidios	9,9	12,8	10,3	9,2	10,5	8,5	4,9	2,2	0,21
PIB	5,1	4,8	7,5	6,2	5,9	4,8	4,9	2,1	

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

sector de la construcción fue la rama con la mayor contribución negativa al crecimiento de la economía.

Por su parte, el sector manufacturero presentó un comportamiento bastante modesto, acorde con lo que ha sucedido con la industria en el plano internacional. El valor agregado del sector se contrajo 0,1% anualmente.

El estancamiento industrial al tercer trimestre guardaba relación con un débil dinamismo de la demanda interna, en especial de la inversión en construcción, y con un entorno internacional todavía débil, en el cual, a pesar de un crecimiento positivo de las exportaciones industriales⁷, las empresas reportaban una competencia más agresiva tanto en los mercados mundiales como en el mercado interno (ver Recuadro 2). De acuerdo con la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), más del 80% de las empresas encuestadas manifestaron haber sido fuertemente afectadas por la competencia de las importaciones. A estos dos factores se suman problemas de oferta, los cuales ocasionaron retrocesos de los subsectores de químicos, aceites y grasas, y refinación de petróleo.

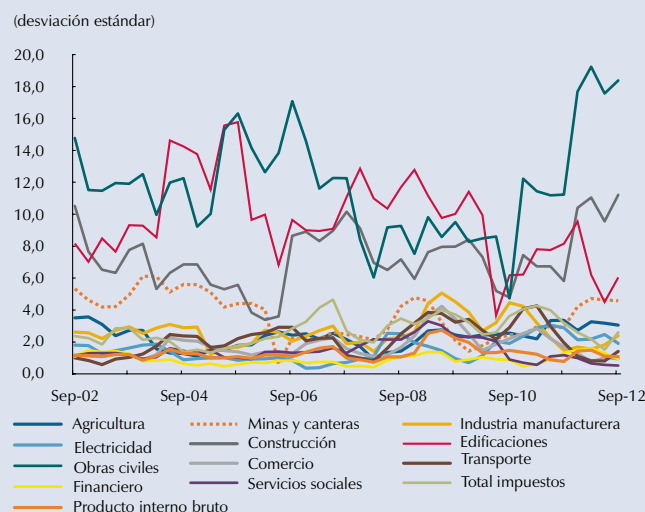
La industria enfrenta choques de oferta y una mayor competencia por parte de las importaciones.

7 Las exportaciones industriales crecieron anualmente 8,8% entre julio y septiembre.

COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LAS OBRAS CIVILES

En lo corrido de 2012 el comportamiento de las obras civiles afectó de manera significativa la dinámica de la actividad económica real. Las sorpresas bajistas y alcistas en los pronósticos de crecimiento durante los primeros tres trimestres de 2012 se concentraron en este componente del PIB. Cabe señalar que históricamente esta serie se ha caracterizado por presentar la volatilidad más alta entre todas las ramas de producción (Gráfico A). A esta alta variabilidad se suman las revisiones normales que se efectúan a las series históricas, todo lo cual eleva la incertidumbre con respecto al adecuado análisis y pronóstico de esta variable.

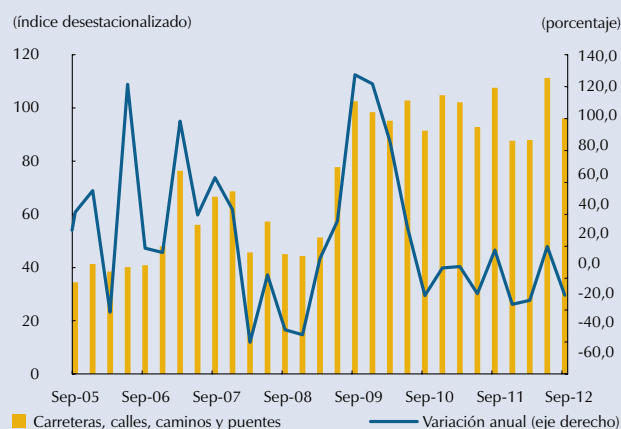
Gráfico A
Volatilidad de las ramas de actividad del PIB por el lado de la oferta
(ventana móvil 6 trimestres)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

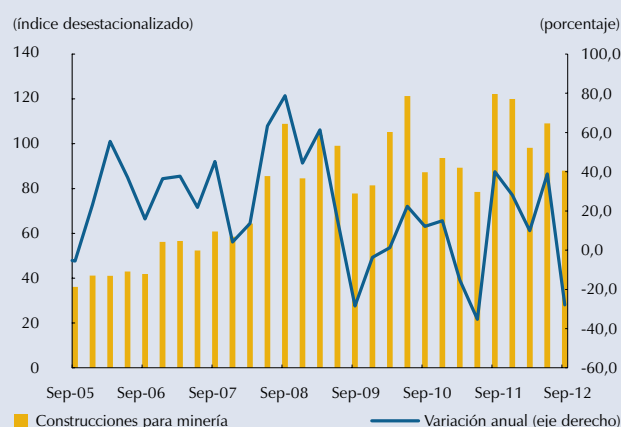
En el tercer trimestre del año 2012 el indicador de obras civiles se contrajo alrededor de 14%, luego del fuerte repunte que había mostrado entre abril y junio, cuando creció un 20%. Al desagregarlo, se destacan las caídas de los componentes de vías férreas y sistemas de transporte masivo (que pasó de 57,9% en el segundo trimestre a -51,8% en el tercero), construcciones para la minería (de 38,9% a -27,9%) y las destinadas a carreteras, puentes y calles (de 19,9% a -10,6%). En este período el único ítem que reportó un crecimiento positivo fue otras obras de ingeniería, que crecieron 37,2%; sin embargo, su participación dentro del indicador es baja (gráficos B y C). En cuanto a esto último, cabe señalar que en septiembre de 2012 el DANE modificó el año base del indicador y adoptó nuevas ponderaciones para los diferentes componentes. Se destaca el significativo aumento en la importancia de las construcciones de minería, las cuales corresponden a un poco más de la mitad de la inversión en obras civiles (Cuadro A).

Gráfico B
Carreteras, calles, caminos y puentes
(desestacionalizado y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico C
Construcciones para la minería
(desestacionalizado y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro A
Ponderaciones dentro del indicadores de obras civiles
(porcentaje)

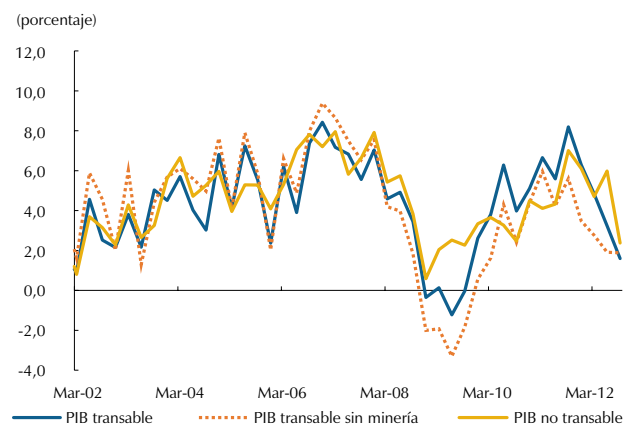
Año base	Carreteras, calles, caminos, puentes	Vías férreas, pistas de aterrizaje y sistemas de transporte masivo	Vías de agua, puertos, represas, acueductos y otras obras portuarias	Construcciones para minería, centrales generadoras eléctricas	Otras obras de ingeniería
2005	35,0	5,4	16,5	36,7	6,5
2010	27,8	2,6	11,5	50,9	7,3

Fuente: DANE.

Con respecto al sector minero, el crecimiento anual se ubicó alrededor de 0,5%, la cifra más baja desde septiembre de 2007 y significativamente inferior a las registradas en los últimos cuatro años (que en promedio fue de 10%). Esto se explica, en gran parte, por el fuerte retroceso observado en la producción de carbón (-8,9%) y por la desaceleración del petróleo (tan solo 2,5%), sectores que sufrieron la presencia de choques de oferta asociados con los problemas de orden público y dificultades en el transporte. Asimismo, se presentaron cuellos de botella para la aprobación de licencias ambientales para la minería. Todo esto condujo a que durante el tercer trimestre la producción de carbón y de petróleo estuviera por debajo de lo previsto en informes anteriores y fuera menor que las metas de producción proyectadas por las entidades sectoriales.

Adicionalmente, en dicho período la producción de minerales no metálicos también se contrajo alrededor de 12%, caída que es acorde con el desplome de la construcción, uno de los sectores demandantes de tales productos. Sin embargo, la producción de minerales metálicos creció a una tasa anual de 9%, que compensó un poco la pérdida de dinamismo de dicha rama.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En las restantes grandes ramas se observaron comportamientos diversos. Algunas, como la agricultura y los servicios sociales, comunales y personales, se aceleraron un poco; mientras que transporte, comercio, y electricidad, agua y gas presentaron disminuciones en su ritmo de crecimiento. En el caso de agricultura, la producción cafetera se expandió alrededor de 19% en ese período, compensando las desaceleraciones observadas en el resto del PIB agrícola. Por su parte, en lo relacionado con el comercio, si bien el valor agregado por la comercialización de bienes se desaceleró levemente, producto de la débil oferta comercializable (en especial por cuenta de la industria), así como por el desempeño de algunos segmentos de las ventas al detal, su expansión anual continuó siendo importante (3,7%).

De esta manera, durante el tercer trimestre de 2012 el crecimiento anual del PIB de los sectores no transables se desaceleró (de 6,0% a 2,4%), pero superó al de los transables (de 3,2% a 1,6%). Entre otros aspectos, en el primer caso las cifras se explican por la fuerte contracción registrada en la rama de la construcción (Gráfico 17), y en el segundo, por un debilitamiento de la producción minera e industrial. Al excluir del cálculo a la minería, el PIB transable solo creció 1,9% anual.

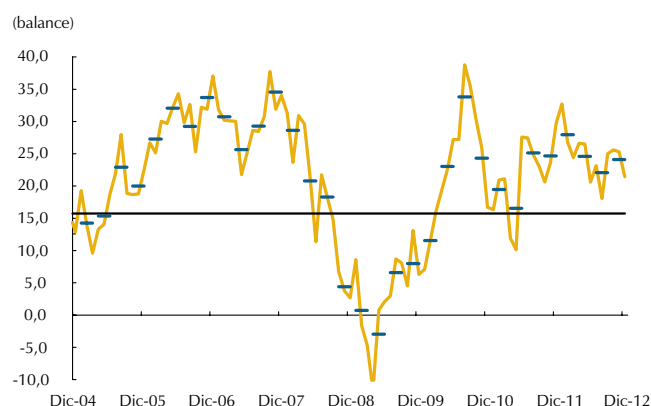
B. PRONÓSTICO DE CORTO PLAZO PARA EL PIB

Los diferentes indicadores disponibles para la actividad real sugieren que, durante el cuarto trimestre, el consumo habría crecido a un ritmo marginalmente inferior

al que se observó en el tercero y no muy diferente del que ha sido la expansión promedio histórica de este gasto. Asimismo, la información disponible también apunta a que la inversión privada, excepto por construcción, se habría mantenido dinámica a finales de año.

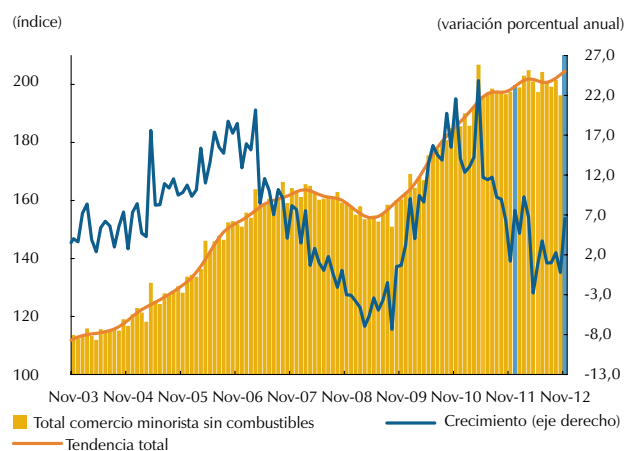
A pesar de lo anterior, es probable que la economía en su conjunto haya registrado una expansión modesta en el cuarto trimestre, debido a que el fuerte choque de demanda presentado en el trimestre anterior en la inversión de construcción (tanto en obras civiles como en edificaciones) se habría prolongado hasta finales de año. Por otro lado, el comportamiento reciente de diversos indicadores industriales apunta a un mal desempeño de este sector en noviembre y diciembre, el cual no lograría ser compensado por la superación de los choques de oferta en la producción de petróleo, carbón y café. De todas maneras, el desempeño anual del PIB del último trimestre debería ser algo mejor que el del tercer trimestre.

Gráfico 18
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral (crecimiento anual)



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 19
Muestra mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro de los indicadores que pueden dar luz sobre la dinámica del gasto de los hogares durante el cuarto trimestre se encuentra el índice de confianza del consumidor, publicado por Fedesarrollo, el cual, con información a diciembre, muestra que la percepción de los hogares está en niveles estables frente a lo observado durante todo 2012. Si bien en diciembre se presentó una caída con respecto a los datos de octubre y noviembre, estos últimos permitieron que el promedio para el cuarto trimestre rompiera la leve tendencia decreciente que se veía desde comienzos de año (Gráfico 18).

Adicionalmente, según la información publicada por el DANE, las ventas del comercio al por menor crecieron a una tasa anual de 6,7% en noviembre, impulsadas en especial por la venta de vehículos automotores, que se expandieron 12,9% en términos anuales en el mismo mes (sin automóviles ni combustibles crecieron 5,1%). Pese a que el registro de octubre fue menor, el dato para el bimestre (3,1%) es relativamente bueno y superior al del tercer trimestre (Gráfico 19). Así, estos resultados apoyan las previsiones sobre un desempeño del consumo privado que habría continuado mostrando una dinámica aceptable en los últimos tres meses del año.

Al desagregar por tipo, el gasto de los hogares en bienes durables mostraría expansiones positivas, luego de haber caído 5,9% en el tercer trimestre. Este pronóstico está sustentado en el comportamiento de las ventas de vehículos y automotores reportadas por el DANE

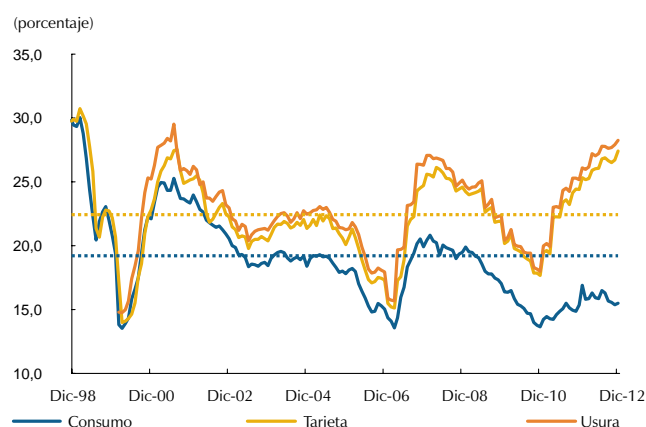
en su muestra mensual de comercio al por menor. Al parecer este rubro se vio impulsado por el Salón del Automóvil en Bogotá, como sucedió hace dos años.

Para los restantes renglones que componen el consumo de los hogares se esperan crecimientos anuales afines con la dinámica observada en el tercer trimestre. Esto lo sugiere, entre otras cosas, el comportamiento reciente de las importaciones CIF en dólares de bienes de consumo, las cuales en octubre y noviembre se expandieron a una tasa anual cercana al 6,9% (tasas similares a las registradas en los anteriores dos trimestres del año) y en particular las de bienes no duraderos crecieron anualmente al 20,0% (en el tercer trimestre el incremento de este rubro fue de 18%).

Asimismo, otros indicadores relacionados con la capacidad de financiación e ingreso de los hogares también apuntan a que en el cuarto trimestre el consumo habría continuado expandiéndose a tasas anuales similares a las de julio a septiembre. Dentro de las razones que justificarían esta estabilización del ciclo del consumo se encuentran:

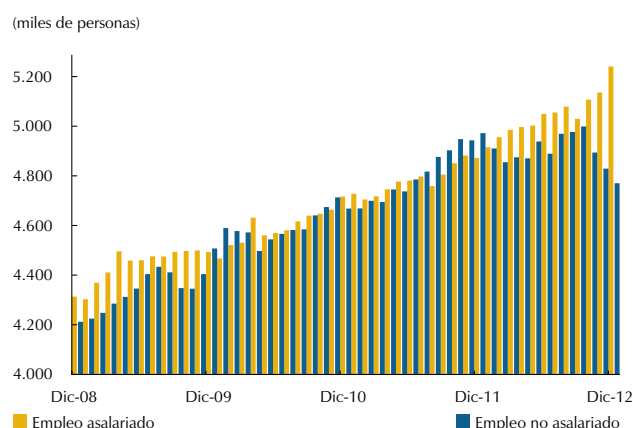
i) los términos de intercambio (que influyen en el ingreso nacional) permanecen en niveles similares a los registrados en trimestres anteriores y se encuentran en niveles históricamente altos; ii) la cartera de consumo, que aunque ha moderado su crecimiento (como se anticipaba en los informes anteriores), sigue expandiéndose a una tasa anual alta (18,4% en promedio para el cuarto trimestre), lo que permitió mantener el financiamiento del gasto de los hogares; iii) las inferiores tasas de interés reales de consumo frente a las observadas el trimestre anterior (Gráfico 20), y iv) aunque el crecimiento del empleo total se desaceleró, el de los asalariados se mantuvo a un ritmo alto (6,1% en el cuarto trimestre) (Gráfico 21). Este hecho es de suma importancia para el desempeño del consumo, ya que influye favorablemente en los niveles de confianza del consumidor y en las decisiones de endeudamiento de los hogares en el mediano y largo plazos.

Gráfico 20
Tasas de interés reales de los hogares
(deflactadas con el IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

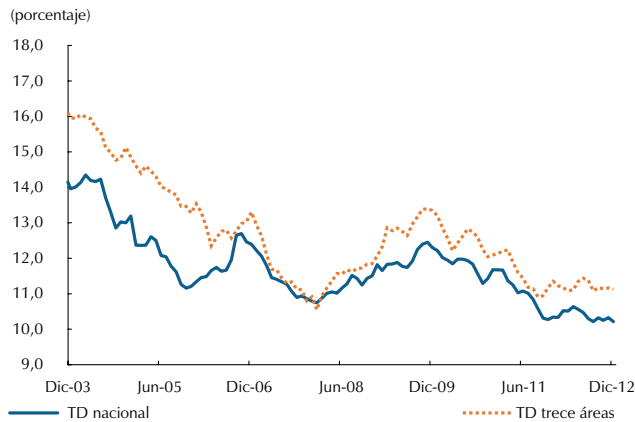
Gráfico 21
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

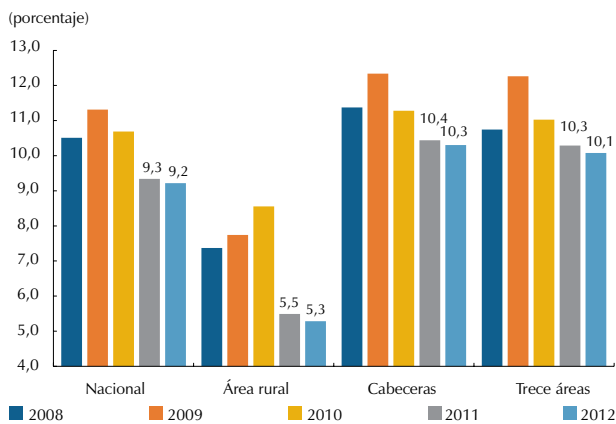
Con respecto al mercado laboral, en el cuarto trimestre continuaron las tendencias descritas en el *Informe sobre Inflación* anterior. En particular, la tasa de desempleo (ajustada por estacionalidad) se mantuvo en niveles mínimos desde 2001, aunque dejó de caer en los últimos meses (gráficos 22 y 23). En cuanto al número de ocupados este se ha desacelerado durante el segundo semestre de 2012, aunque esta tendencia es menos pronunciada en las trece principales áreas urbanas, donde se observan incrementos con respecto a meses anteriores. Con información a diciembre, en el total nacional los ocupados crecieron 0,3% anual, mientras que en las trece áreas lo hicieron 1,7%.

Gráfico 22
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 23
Tasa de desempleo
(trimestre móvil octubre-noviembre-diciembre)



Fuente: DANE (GEIH).

Con referencia a la inversión, para el cuarto trimestre se proyecta un buen desempeño del gasto en maquinaria y equipo para la industria, como lo sugiere el crecimiento de las importaciones en dólares de esos bienes durante octubre y noviembre (6,7%). Este agregado corresponde a cerca del 35% de la formación bruta de capital fijo. Adicionalmente, las importaciones de equipo de transporte volvieron a mostrar una expansión positiva en noviembre (4,6%), la cual contrasta con las caídas de meses anteriores, señalando alguna recuperación para este rubro a finales de año.

En cuanto a la construcción, en el caso de las obras civiles existe poca disponibilidad de indicadores parciales para el cuarto trimestre que muestren su evolución. Por otro lado, es necesario advertir que la volatilidad de esta serie ha sido muy alta en el pasado (ver sombreado), y fue el origen de las principales sorpresas para el PIB en lo corrido del año, además de que las revisiones de sus cifras preliminares suelen ser considerables (ver Recuadro 1: ¿Qué tan grandes son las revisiones de las series macroeconómicas en Colombia? *Informe sobre Inflación* de junio de 2008). Todo esto dificulta enormemente su pronóstico, incluso en el corto plazo.

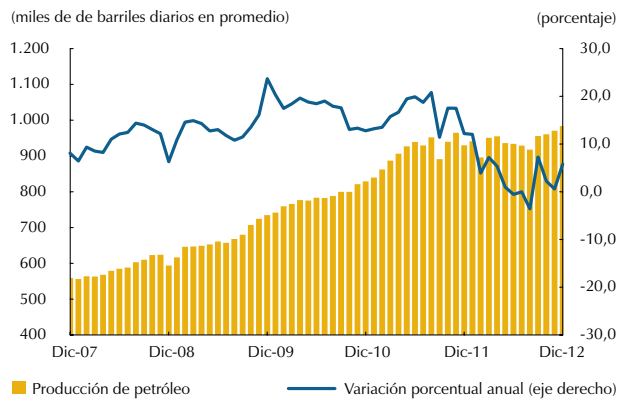
Para la proyección de las obras civiles al cuarto trimestre presentada en este informe se ha tenido en cuenta información que muestra una mejora en la ejecución de los presupuestos de los gobiernos locales durante el último tramo del año, así como la terminación de proyectos de inversión en minería, como es el caso del oleoducto Bicentenario. Sin embargo, este mejor desempeño podría implicar, de todas maneras, unas tasas

de crecimiento anuales bajas y de menor magnitud que las observadas en el primer semestre de 2012. De todos modos, este pronóstico está acompañado de una amplia incertidumbre, dadas las razones anotadas.

Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el cuarto trimestre muestran señales mixtas. Por ejemplo, cifras asociadas con los sectores de minería y de comercio registraron mejoría con respecto al trimestre anterior. Asimismo, la información sobre transporte señala un dinamismo importante en esta actividad. Por el contrario, la información relacionada con industria y construcción continuó sugiriendo un deterioro en la producción de estos sectores.

En lo que respecta a la minería, la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) reportó que la producción de petróleo se ubicó en 984 miles de barriles diarios (mbd) en diciembre (Gráfico 24). Así, durante el cuarto trimestre se produjeron

Gráfico 24
Producción de crudo
(mensual y crecimiento anual)



Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos.

972 mdb en promedio, cifra superior a la de los tres meses anteriores (934 mbd). Este comportamiento se explica por mejoras en las condiciones de transporte y por la estabilización de la producción en los diferentes yacimientos, lo que se sumó a menores problemas de orden público que habían afectado la producción entre el segundo y el tercer trimestres. Cabe señalar que, a pesar de la recuperación observada, el nivel de producción estuvo por debajo de las metas propuestas al inicio del año, las cuales rondaban el millón de barriles diarios. En el caso del carbón, también se observó un aumento de la producción en los meses de octubre y noviembre, el cual se reflejó en la dinámica de las exportaciones: estas crecieron anualmente 22,5% en ese bimestre, frente al -29,8% observado entre julio y septiembre.

De igual manera, en el caso del comercio las encuestas de Fedesarrollo y de la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) a diciembre mostraron un repunte en la situación económica actual de los comerciantes y en su nivel de ventas, lo que se suma al buen comportamiento de las ventas al por menor de noviembre, ya anotado. Asimismo, las expectativas a seis meses también han mejorado, con lo cual se prevé un buen desempeño del sector. De esta forma, esta rama habría continuado contribuyendo al crecimiento de forma positiva a finales de año, como lo hizo hasta septiembre.

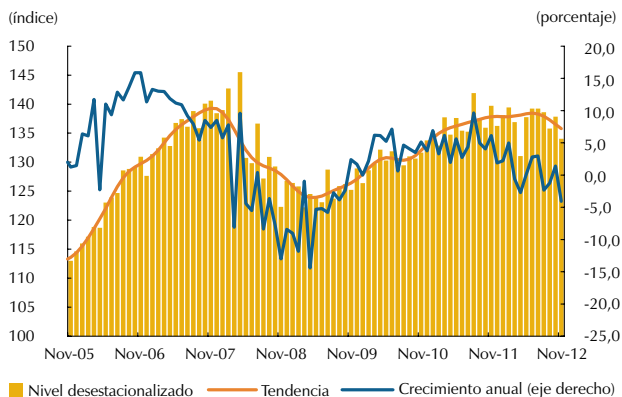
Por el lado del transporte, las estadísticas de la Aeronáutica Civil indican que el número de pasajeros por vía aérea estaría aumentando alrededor del 23% en promedio para los meses de octubre-noviembre de 2012. Esto, unido al hecho de que el comercio exterior (exportaciones e importaciones) siguió expandiéndose en los últimos meses del año, permite confiar en una tasa de crecimiento para el PIB de transporte superior a la de la economía en su conjunto.

Pese a lo anterior, existen ramas que probablemente habrían presentado una contracción o un escaso crecimiento, como la industria y la construcción. En el primer caso, para el cuarto trimestre en este informe se espera una caída anual de su valor agregado, con lo cual el debilitamiento que se observaba desde hace varios meses se habría acentuado a finales de año. En particular, en noviembre el índice de producción industrial sin trilla de café se contrajo un 4,1%, con lo que el componente tendencial de la serie mostró una pendiente descendente (Gráfico 25). Este comportamiento desfavorable fue causado por las caídas de producción en sectores como químicos, y aceites y grasas, los cuales han afrontado algunos problemas de oferta asociados con su dificultad al acceso de materias primas.

La producción industrial se contrajo 4,1% en noviembre y su tendencia es decreciente.

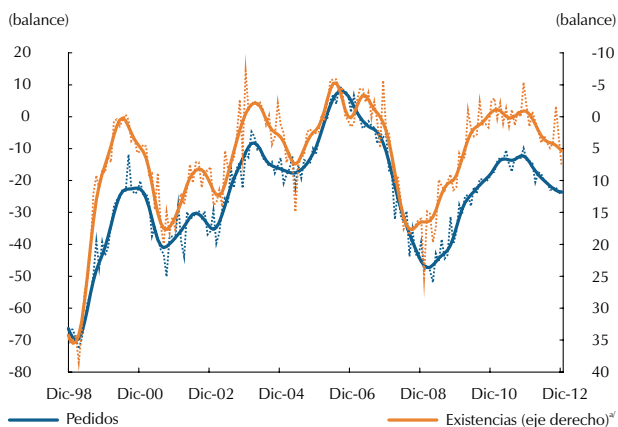
Adicionalmente, el problema del debilitamiento de la demanda interna, que se aprecia desde el segundo trimestre del año, habría tenido repercusiones en el resultado del sector al final del año 2012 y posiblemente lo tendrá durante la

Gráfico 25
Índice de producción industrial sin trilla de café



Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos, Ministerio de Minas y Energía; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 26
Indicadores de pedidos y existencias de la industria



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

primera mitad de 2013. Asimismo, de acuerdo con la encuesta de la ANDI, el sector se está viendo fuertemente afectado por la competencia de las importaciones. A todo lo anterior se sumaría el efecto de menores días hábiles en los meses de diciembre de 2012 y febrero y marzo de 2013, los cuales impactarían negativamente la dinámica industrial.

Otros indicadores, como los de pedidos y existencias publicados por Fedesarrollo, mostraron comportamientos dispares a diciembre: en el caso del primero, su deterioro continuó, mientras que en el segundo ya se observa un cambio de tendencia que señalaría alguna recuperación para los próximos meses (Gráfico 26). Por otra parte, el índice de confianza industrial y las expectativas de producción a tres meses prolongaron sus caídas, aunque sus niveles no son desfavorables con respecto a otros períodos de contracción del sector. Afín con lo anterior, la demanda industrial de energía no regulada, la cual tiene una alta correlación con el índice de producción industrial (IPI), se contrajo en diciembre a una tasa anual de 0,8% y en general se desaceleró en el cuarto trimestre de 3,9% a 1,1%.

En cuanto a la construcción, los pocos indicadores disponibles muestran escaso dinamismo, contrario a lo que se esperaba en informes anteriores. En particular, la producción de cemento publicada por el DANE presentó una contracción anual de 1,3% en diciembre. En construcción de vivienda específicamente, las cifras sobre ventas e inicios de obra aportadas por la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol) se contra-

jeron anualmente en el bimestre octubre-noviembre a tasas de 5,3% y 14,2%, respectivamente. Sin embargo, estas disminuciones son menores que las registradas en los meses de julio a septiembre de 2012. Por otra parte, según la encuesta de Fedesarrollo, aunque la situación de los constructores en el cuarto trimestre de 2012 mejoró, sus expectativas reflejan un deterioro en relación con lo observado un año atrás, en particular en los proyectos de vivienda. En obras civiles, como se mencionó, se espera un crecimiento positivo pero muy bajo e inferior al registrado en la primera mitad de 2012.

Todo lo anterior permite estimar un rango de pronóstico para el crecimiento del PIB en Colombia en el cuarto trimestre de entre 2,0% y 3,5%, con escenario más probable en el punto medio del intervalo. De esta forma, la economía se podría acelerar frente al tercer trimestre, aunque su crecimiento estaría por debajo de lo contemplado en informes anteriores. Este rango de pronóstico implica una expansión de PIB en términos trimestrales. Los pronósticos suponen un aumento del

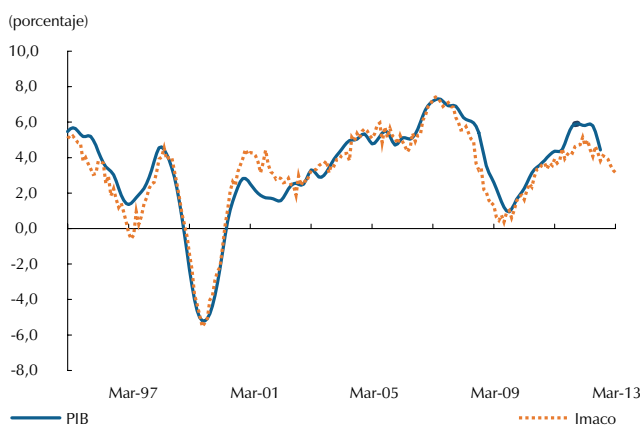
El crecimiento de la economía colombiana en 2012 podría haber estado entre 3,3% y 3,9%

consumo público relativamente bueno, que habría mantenido la dinámica de los primeros tres trimestres, y que tiene en cuenta los planes de gasto anunciados por el Gobierno nacional. Asimismo, suponen que los fuertes choques de demanda registrados en la inversión durante el tercer trimestre habrían sido en parte transitorios, y que por ende se dispararían en gran medida hacia finales de 2012 y a inicios de 2013.

Así la cosas, en este informe se considera que la expansión del PIB para todo 2012 podría haber estado entre 3,3% y 3,9%. La amplitud de este intervalo tiene en cuenta la gran incertidumbre existente sobre los resultados para la construcción de obras civiles y edificaciones a finales de año, además de las posibles revisiones que se hagan sobre las series de los primeros tres trimestres. En términos generales, para todo 2012 el consumo de los hogares habría crecido alrededor de su promedio histórico, tal y como lo esperaban las autoridades económicas, mientras que la inversión, al sufrir un choque de demanda en la segunda mitad del año (que representó una mayor desaceleración que la prevista), mostraría una menor tasa de crecimiento con respecto a 2011. En el sector externo tanto las exportaciones como las importaciones durante 2012 habrían mostrado una expansión menor que la observada el año anterior.

Las ramas de producción con mejor desempeño en todo el año habrían sido la minería, el transporte y el sistema financiero. A pesar de los choques de oferta ya mencionados que afrontó el sector minero, este habría continuado liderando el crecimiento de la economía colombiana durante 2012. Sin embargo, su expansión sí será ostensiblemente menor que la observada en los cuatro años anteriores, cuando mostró una cifra promedio de 11,9%.

Gráfico 27
Imaco: indicador líder 5 meses del PIB^{a/}



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

Por último, el indicador líder Imaco, calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a noviembre, también muestra una desaceleración, afín con el anterior pronóstico (Gráfico 27). La tasa de crecimiento sugerida por el indicador se ubica un poco por debajo del 4% al finalizar 2012, acorde con la desaceleración registrada en el tercer trimestre y el crecimiento proyectado para el cuarto. Sin embargo, debe señalarse que esta medición no incluye variables de sectores como el minero y la construcción, en particular las obras civiles, lo cual explica su predicción más favorable, frente a la que oficialmente se presenta en este informe.

Recuadro 2

COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL COLOMBIANA

Daniel Parra
Jhon Edwar Torres*

Como se mencionó en el actual y anterior *Informe sobre Inflación*, el estancamiento industrial durante 2012 obedece a la conjunción de varios factores, con duración e impacto diferenciado, en lo corrido del año: i) la presencia de ciertos choques de oferta, que se han presentado en distintos meses del año en diversas industrias; ii) una menor demanda interna y externa, y iii) competencia de las importaciones. En el primer caso, en el tercer trimestre se encuentran ejemplos en sectores como el de químicos, donde se reportaron dificultades de disponibilidad de materias primas, y en el de refinerías de petróleo, el cual se vio afectado por mantenimientos programados en algunas refinerías. Asimismo, recientemente el grupo de aceites y grasas, ingenios y minerales no metálicos también reportaron problemas de oferta asociados con el transporte, reubicación de cultivos, entre otros.

Respecto al segundo aspecto, el debilitamiento de la demanda interna impactó gradualmente a la producción industrial y esto se habría sentido con mayor fuerza en el segundo semestre de 2012, cuando la actividad económica se desaceleró significativamente. En el caso de la demanda externa, su impacto negativo sobre la industria habría sido menos claro durante el segundo semestre de 2012 frente al primero, dado que las exportaciones sectoriales mostraron cierta recuperación en la segunda parte del año.

Para la última posible causa, a pesar de un crecimiento positivo de las exportaciones industriales en el año corrido a noviembre de 2012 (7%), las empresas reportaban una competencia más agresiva por parte de los productos importados tanto en los mercados mundiales como en el mercado interno. De acuerdo con la Asociación Nacional de Empresarios (ANDI), más del 80% de las empresas encuestadas manifestaron haber sido fuertemente afectadas por la competencia de importaciones.

Cabe señalar que el pobre desempeño de la industria no solo atañe a Colombia sino que aquel es un fenómeno a escala mundial (véase el Recuadro 1: Actividad industrial y comercio internacional global, *Informe sobre Inflación*, junio de 2012, pp. 27-29).

A continuación se muestran algunas aproximaciones empíricas para tratar de analizar el comportamiento de los diferentes subsectores industriales. Con base en la muestra mensual manufacturera (MMM), se realizó un ejercicio con el cual se estima la dinámica de cada rama en el margen mediante la descomposición de las series de tiempo con la metodología X-12 Arima y con el filtro de Hodrick-Prescott. A partir de este ejercicio, se estima el componente tendencial de cada rama de la industria (se agregaron los subsectores en las 27 ramas de mayor importancia) y luego se plantean los siguientes criterios: i) se asigna color naranja a aquel sector industrial donde la tendencia de la producción cae mensualmente por dos meses consecutivos; ii) azul, cuando la tendencia aumenta mensualmente por dos meses consecutivos, y iii) amarillo, en otro caso (Gráfico R2.1)¹. Como resultado se observa que alrededor del 60% de las ramas estaría contrayéndose en el margen (naranja). Las industrias relacionadas con las actividades de papel llevan más de cuatro años deprimidas, mientras que otras como cuero, textiles y otros químicos vienen contrayéndose desde 2011.

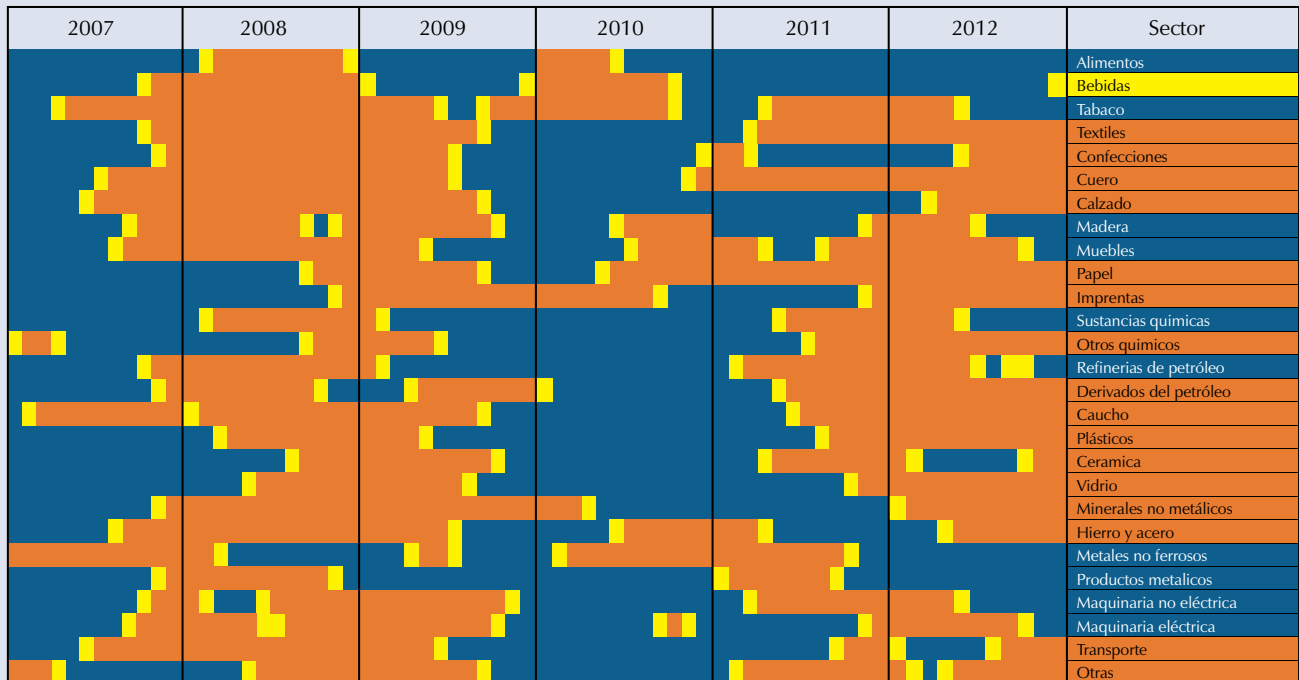
El anterior ejercicio tiene el inconveniente de no ponderar por el peso de cada rama dentro del total de la producción industrial. Para corregirlo se construye un índice de difusión ponderado a partir del ejercicio previo. En este se suman las áreas azules con las naranjas del anterior gráfico, teniendo en cuenta el peso de cada industria, es decir es una suma ponderada que sugiere una aproximación al porcentaje de la industria que crece o decrece dentro del total. Como resultado se aprecia que alrededor del 50% de la industria se estaría contrayendo si tenemos en cuenta únicamente su componente tendencial (Gráfico R2.2). Asimismo, aunque en 2012 la industria presentó un pobre desempeño, el porcentaje de industrias que se contrae en el margen (naranja) es relativamente bajo al compararlo con otros períodos de contracción, tales como a finales de los años noventa o la crisis financiera internacional de 2008.

Adicionalmente, se construyó la oferta total disponible de las ramas de la industria utilizando la encuesta anual manufacturera de 2010, la MMM y las cifras de importaciones reportadas por el DANE (Cuadro R2.1). Allí se puede apreciar cómo en varios sectores donde se presentan caídas de la producción nacional, las importaciones crecen a una tasa relativamente elevada y su participación viene aumentando en los últimos años.

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

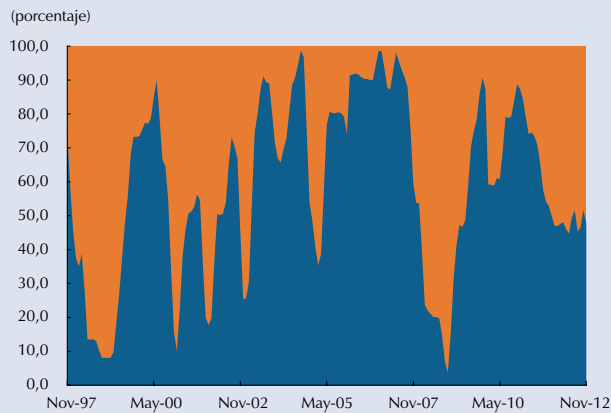
1 Los resultados con ambas metodologías son similares, por lo que solo se muestran los resultados con el filtro de Hodrick-Prescott.

Gráfico R2.1
Evolución del componente tendencial de la industria



Fuentes: DANE; cálculos de los autores.

Gráfico R2.2
Índice de difusión de la industria ponderado por el peso de cada sector, a partir del ejercicio de semáforos con filtro de Hodrick-Prescott



Nota: el porcentaje de las industrias que están en verde menos el porcentaje de las industrias que están en rojo (ponderadas).
Fuentes: DANE; cálculos de los autores.

A partir de las cifras de comercio internacional se encuentra que tanto las exportaciones como las importaciones industriales exhiben variaciones positivas en el corrido a noviembre de 2012 en términos nominales (7% en cada caso). Al desagregar las exportaciones, se encuentra que durante el primer semestre del año hubo caídas anuales en la mitad de sectores industriales que lo componen. Por el contrario, en los meses de octubre y noviembre de 2012 se observó un crecimiento en gran parte de las ventas externas de los sec-

tores industriales (de hecho, solo cayeron en tres de estos). Esto es un indicio de la recuperación de la demanda externa que venía frenando el dinamismo del sector industrial en la primera mitad del año. Por su parte, al desagregar las importaciones, se ha observado un crecimiento a lo largo de 2012 en más del 80% de los subsectores que las componen. Lo anterior respalda la percepción de los empresarios industriales que reportaban una mayor competencia para sus productos por parte de bienes externos, sobre todo en un entorno en el cual la demanda ha venido desacelerándose. En términos reales también se presenta el comportamiento descrito para ambos rubros (Cuadro R2.1).

Por último, para analizar el comportamiento del comercio externo industrial, también se realizó un ejercicio similar sobre los componentes tendenciales para las importaciones y las exportaciones industriales. En general, los bienes industriales muestran un buen desempeño para 2012 para ambos grupos. Aun así, el crecimiento de las importaciones ha sido más constante, mientras que en el caso de las exportaciones se ha presentado mayor variabilidad. De hecho, desde mediados de 2009 la mayoría de ramas de bienes industriales importados han exhibido crecimientos en la tendencia. Por su parte, para un número importante de bienes industriales exportados el desempeño positivo solo comienza entre 2011 y 2012 (gráficos R2.3 y R2.4).

Así, de acuerdo con los ejercicios mostrados y con la información disponible, se puede concluir lo siguiente: i) aun-

que la demanda externa desempeñó un papel importante en la explicación del ciclo de moderación de la producción industrial mundial en 2012, a partir de la segunda mitad del año para el caso colombiano esta ha mostrado cierta recu-

peración; ii) se han presentado choques de oferta en diversos sectores, que han apaciguado el desempeño del sector, y iii), la competencia de las importaciones en la industria se ha dado con mayor fuerza en los últimos tres años.

Cuadro R2.1
Comportamiento de la producción, importaciones y exportaciones industriales

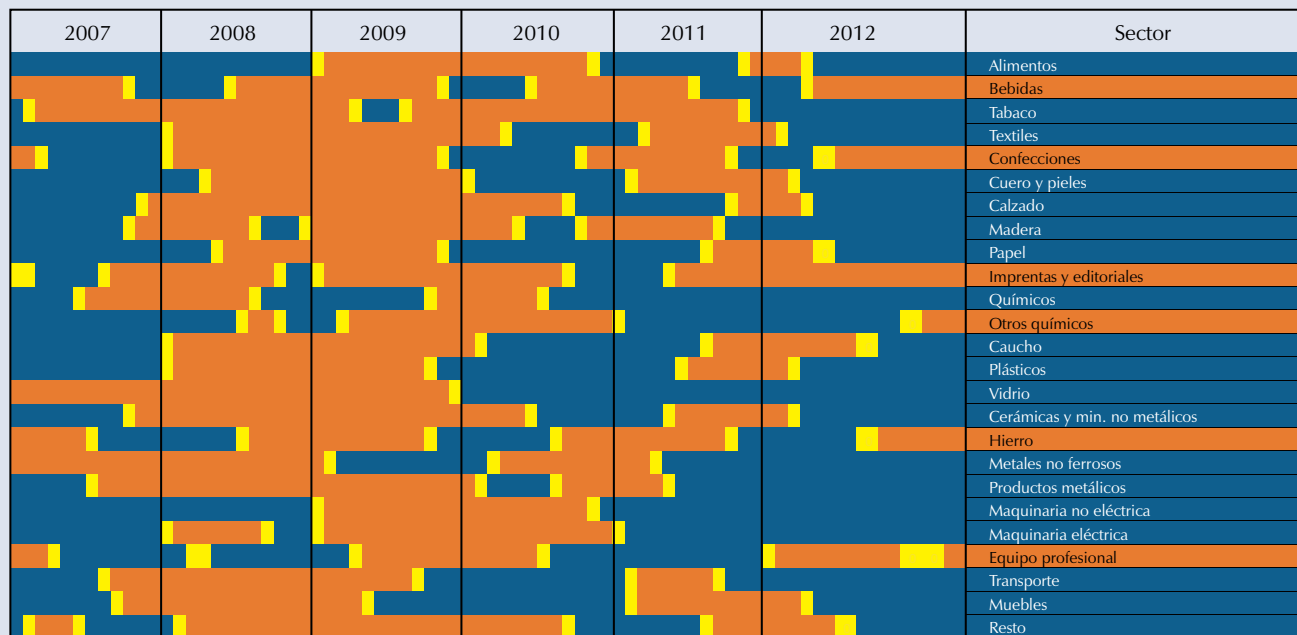
Rama industrial	Sector industrial									
	Producción nacional		Importaciones		Oferta total		Participación (importaciones/oferta total)			Exportaciones
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2010	2011	2012	2012
Alimentos	5,7	8,9	16,1	19,5	6,6	9,9	8,6	9,4	10,2	14,1
Bebidas	5,5	5,9	8,3	19,3	5,6	6,3	3,3	3,4	3,8	14,6
Tabaco	2,5	(16,2)	(11,1)	227,2	1,7	(2,4)	6,5	5,6	18,9	84,1
Textiles	4,9	(6,9)	38,1	3,0	15,5	(3,1)	31,7	37,9	40,3	(0,3)
Confecciones	3,0	11,4	70,0	36,2	7,9	14,3	7,3	11,5	13,7	10,1
Cuero	(3,0)	(6,0)	47,0	21,2	18,0	8,2	42,0	52,3	58,6	(12,8)
Calzado	20,9	2,9	57,8	13,1	33,6	7,0	34,6	40,8	43,1	(0,3)
Madera	0,6	(1,2)	10,2	8,0	3,3	1,5	27,7	29,6	31,5	25,8
Muebles	(2,4)	(3,2)	18,7	11,2	0,4	(0,9)	13,6	16,1	18,0	(18,5)
Papel	(6,5)	(1,3)	5,1	(2,2)	(4,1)	(1,5)	20,7	22,7	22,5	3,5
Imprentas	1,4	(8,4)	17,2	(11,6)	2,7	(8,7)	7,9	9,0	8,7	(7,1)
Sustancias químicas	5,7	(3,7)	15,7	(3,7)	10,8	(3,7)	51,0	53,2	53,2	4,7
Otros químicos	5,6	(2,6)	17,3	12,2	9,3	2,5	31,6	34,0	37,2	6,9
Refinerías de petróleo	0,6	(3,8)	94,2	38,3	0,6	(3,8)	0,0	0,0	0,0	n. a.
Caucho	6,0	(11,4)	28,3	0,0	20,3	(3,6)	64,4	68,6	71,2	(23,2)
Plásticos	6,4	(6,1)	26,0	15,1	9,5	(2,3)	15,7	18,0	21,3	(1,9)
Vidrio	8,7	(3,3)	24,7	4,7	12,3	(1,3)	22,4	24,8	26,4	24,8
Minerales no metálicos	12,0	(0,3)	38,7	12,5	14,0	0,8	7,5	9,1	10,1	(2,1)
Hierro y acero	(7,6)	12,1	30,0	2,4	7,0	7,5	38,9	47,3	45,0	40,0
Metales no ferrosos	(12,2)	11,0	2,2	(0,8)	(8,4)	7,6	26,1	29,1	26,9	(7,7)
Productos metálicos	0,9	3,5	49,1	11,5	12,5	6,0	24,1	31,9	33,6	6,5
Maquinaria no eléctrica	0,4	(1,7)	39,2	5,5	28,4	3,9	72,1	78,2	79,4	13,5
Maquinaria eléctrica	4,8	(2,9)	20,6	9,4	12,2	3,3	46,8	50,3	53,2	13,0
Transporte	21,1	(0,1)	(51,7)	16,7	(21,1)	5,8	57,9	35,5	39,1	39,0

n. a. no aplica.

Nota: las cifras corresponden a las cifras reales año corrido (enero-noviembre de cada año).

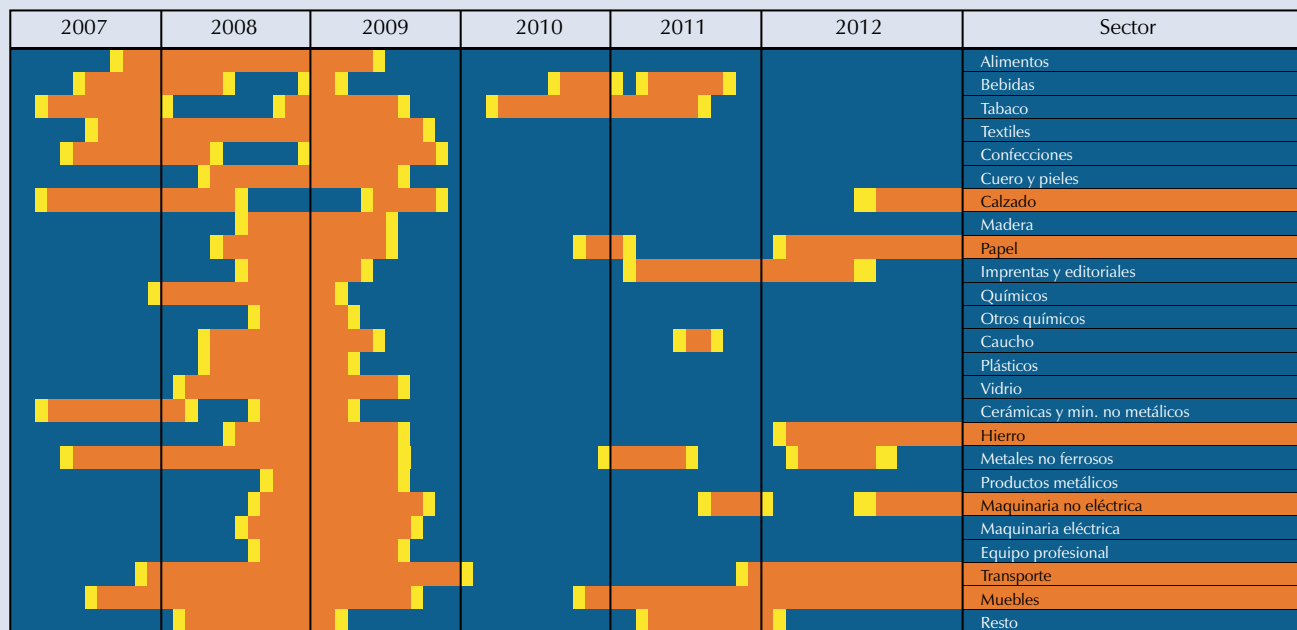
Fuente: DANE; cálculos de los autores.

Gráfico R2.3
Evolución del componente tendencial de las exportaciones



Fuentes: DANE; cálculos de los autores.

Gráfico R2.4
Evolución del componente tendencial de las exportaciones



Fuentes: DANE; cálculos de los autores.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

En el cuarto trimestre la inflación al consumidor descendió más de lo previsto y cerró el año por debajo de la meta de 3,0%. El promedio de los indicadores de inflación básica también cedió durante el trimestre.

Las presiones inflacionarias se moderaron en los últimos meses del año 2012 debido a menores precios internacionales de las materias primas y alimentos, a la estabilidad del tipo de cambio y al menor dinamismo de la demanda.

Entre octubre y diciembre las presiones bajistas se concentraron en regulados y alimentos.

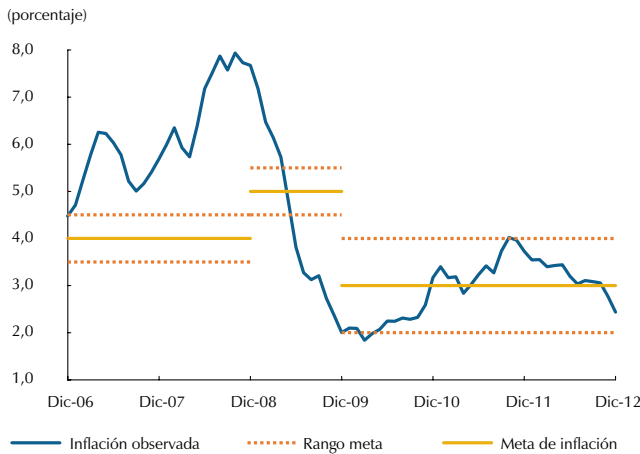
Los ajustes anuales en los cánones de los arriendos tendieron a bajar entre septiembre y diciembre, luego de haber subido durante varios trimestres.

La inflación anual al consumidor en Colombia se redujo sostenidamente a lo largo de 2012 y esta tendencia se acentuó hacia el cuarto trimestre. Para diciembre el resultado fue 2,44%, es decir, 64 puntos base (pb) por debajo del registro de septiembre (Gráfico 28 y Cuadro 6) y significativamente menor que lo previsto en el *Informe sobre Inflación* pasado y lo esperado por el mercado. En general, durante 2012 se presentaron presiones bajistas sobre la inflación, las cuales fueron más marcadas que las anticipadas por los informes sobre inflación de los cuatro trimestres anteriores.

Con el resultado de diciembre, de nuevo la inflación se situó dentro del rango establecido por la JDBR (de 2% a 4%), y por debajo de la meta de largo plazo (3,0%). Es importante anotar que la inflación ha estado dentro de dicho intervalo durante tres años y medio, con muy pocas desviaciones que no han sido relevantes.

En los últimos tres meses del año 2012 tanto el componente regulado como el de los alimentos, contribuyeron con fuerza a desacelerar el crecimiento de los precios, al punto que redujeron la inflación anual por debajo de la meta puntual y

Gráfico 28
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

de lo esperado en el anterior *Informe sobre Inflación*. Los servicios públicos de energía y gas (dentro de los regulados), además de los alimentos perecederos, fueron los componentes de la canasta familiar que más aportaron a la disminución de la inflación en el cuarto trimestre y durante todo 2012 (Cuadro 6).

En 2012 y en particular durante el cuarto trimestre varios factores confluyeron para permitir el descenso de la inflación más allá de lo esperado por los analistas y por el Banco. En primer lugar, los precios internacionales de los combustibles y alimentos no aumentaron, en promedio, durante este año frente a lo observado en 2011. Aunque dicho comportamiento estaba previsto, los modelos del Emisor subestimaron la magnitud y la velocidad de trasmisión de estos menores ajustes a

los precios al consumidor en Colombia. Esto fue más evidente en el caso de los precios internos de la gasolina, del gas y de la energía eléctrica durante el cuarto trimestre.

Segundo, el tipo de cambio que para el promedio del año se apreció en 2,7%, con respecto al dólar, contuvo los ajustes de los precios de los bienes transables, tanto de alimentos como del resto. En el caso de los alimentos importados las alzas que se observaron a mediados de año en los precios internacionales de varios de ellos, y que terminaron siendo transitorias, nunca se transmitieron a la inflación

Cuadro 6
Indicadores de inflación al consumidor
(a diciembre de 2012)

Descripción	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dic-12
Total	3,73	3,40	3,20	3,08	3,06	2,77	2,44
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,87	2,86	2,68	2,40
Transables	0,80	0,68	1,01	1,09	1,06	0,94	0,77
No transables	3,64	3,71	3,62	4,02	4,03	3,97	3,92
Regulados	5,81	4,94	3,92	3,31	3,28	2,79	1,91
Alimentos	5,27	4,56	4,22	3,63	3,56	3,01	2,52
Perecederos	7,73	5,18	(2,04)	(2,35)	(0,63)	(1,95)	(3,90)
Procesados	4,50	3,69	5,12	4,33	3,69	3,12	2,83
Comidas fuera del hogar	5,59	5,87	5,52	5,21	5,33	5,11	4,90
Indicadores de inflación básica							
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,87	2,86	2,68	2,40
Núcleo 20	3,92	3,76	3,56	3,71	3,58	3,35	3,23
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,18	2,99	3,23	3,33	3,28	3,15	3,02
Inflación sin alimentos ni regulados	2,38	2,38	2,48	2,74	2,73	2,65	2,55
Promedio de todos los indicadores	3,15	3,02	3,02	3,16	3,11	2,96	2,80

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

al consumidor en Colombia, y esto pudo obedecer al comportamiento del tipo de cambio.

Tercero, en la segunda mitad del año las presiones inflacionarias, derivadas de la demanda interna, tendieron a debilitarse más de lo previsto en vista de la caída de la inversión en construcción de edificación y en obras civiles y del efecto contraccionista que esto puede tener sobre el resto del gasto. Así las cosas, la brecha del producto, que inicialmente se había estimado en terreno ligeramente positivo para el segundo semestre, se revisó a la baja y se estimó en $-0,3\%$ (véase capítulo IV).

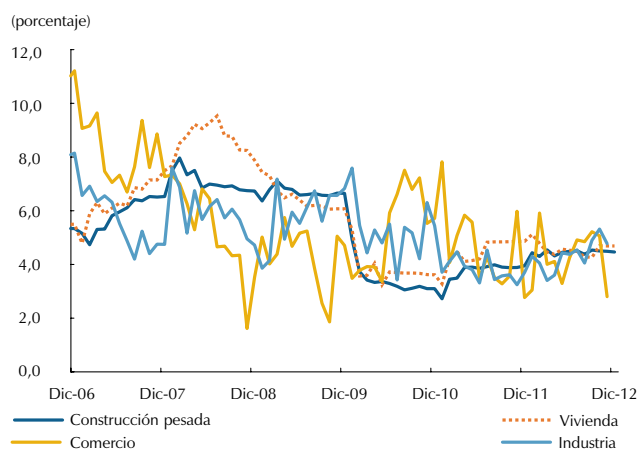
Un cuarto factor se relaciona con las escasas presiones provenientes de los costos salariales. Si bien el reajuste del salario mínimo para 2012 ($5,8\%$), relativamente alto frente a la meta, hacía prever ajustes también altos en los demás salarios de la economía, esto no se verificó. De hecho, los salarios

de la industria, el comercio y la construcción, en su mayor parte, se ajustaron a tasas anuales entre $3,0\%$ y $5,0\%$ (Gráfico 29). El punto medio de este último rango puede considerarse como compatible con la meta de inflación si se asume un crecimiento de la productividad laboral del 1% . Al respecto puede afirmarse que a lo largo de 2012 el mercado laboral tendió a estar más holgado que lo anticipado a comienzos de año, situación que parece haber sido corroborada por la interrupción de la caída de la tasa de desempleo a partir de junio (véase el capítulo II de este informe).

Por el lado de los costos no salariales, las presiones inflacionarias también se redujeron sustancialmente en los últimos meses del año, según se deduce de la disminución de los precios al productor. La variación anual del índice de precios al productor (IPP) total cayó desde $5,5\%$ en diciembre de 2011, al bajar a $0,1\%$ en septiembre y situarse en $-2,95\%$ a finales de 2012 (Gráfico 30). Todos los segmentos del IPP por ramas de actividad experimentaron una desaceleración importante, y algo similar sucedió para los de origen importado y nacional.

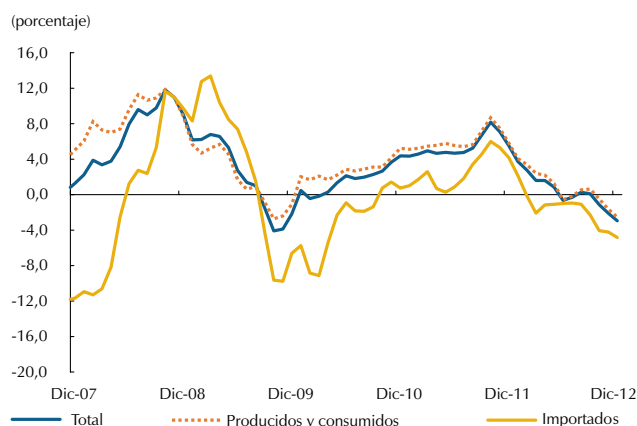
A todo lo anterior se sumaron las buenas condiciones climáticas que permitieron un amplio abastecimiento de alimentos perecederos, haciendo posible alzas muy moderadas en sus precios, o incluso disminuciones de varios de ellos. La desaparición de los riesgos de que se presentara un fenómeno de El Niño a partir de la segunda mitad del año, también ayudó a disminuir los precios de la energía eléctrica en bolsa, lo cual se

Gráfico 29
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 30
IPP según procedencia de los bienes
(variación anual)



Fuente: DANE.

Dentro de los regulados, los servicios públicos fueron los que más contribuyeron a reducir la inflación.

habría transferido a las tarifas al consumidor. Asimismo, a la reducción de la inflación también contribuyeron algunas decisiones de gobiernos locales, como fue el caso de las rebajas en los precios del transporte urbano y de algunos servicios públicos, las cuales no se incluyeron plenamente en los pronósticos.

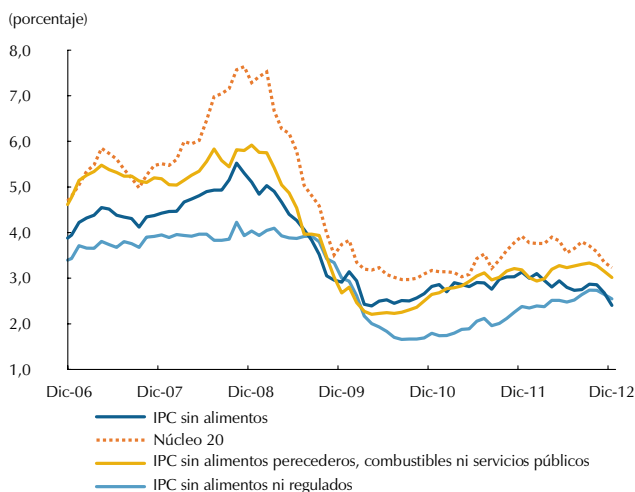
A. LA INFLACIÓN BÁSICA

La inflación básica disminuyó en el cuarto trimestre del año, después de haber permanecido relativamente estable en los primeros tres trimestres. Así lo muestra el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica, monitoreados regularmente por el Banco de la República, cuyo resultado a diciembre de 2012 fue 2,80%, frente a 3,16% observado en septiembre y 3,15% en diciembre del año anterior.

Durante todo 2012 los cuatro indicadores de inflación básica se mantuvieron dentro del rango meta de inflación. En cuanto a estos indicadores, se destacaron varios hechos durante 2012. El núcleo 20 (3,2%) comenzó y terminó con el mayor nivel de todos, aunque disminuyó de manera importante a lo largo del año. El índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos fue el más estable y terminó el año en la meta. Por su parte, el IPC sin alimentos ni regulados (2,6%) se mantuvo en el nivel más bajo, con excepción de diciembre, cuando cedió este lugar al IPC sin alimentos.

Finalmente, el IPC sin alimentos se mantuvo cerca del 3,0% en los primeros tres trimestres, pero descendió fuertemente en el cuarto y más allá de lo previsto en los informes anteriores, cerrando el año en 2,4% (Gráfico 31).

Gráfico 31
Indicadores de inflación básica

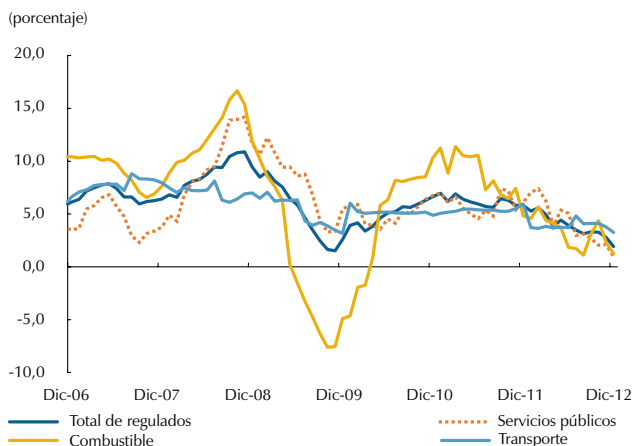


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El descenso del IPC sin alimentos fue el resultado, en particular, de menores presiones procedentes de los precios internacionales y del tipo de cambio, las cuales se transmitieron a los precios al consumidor en Colombia a través del IPC de bienes transables, pero especialmente vía los servicios regulados. La variación anual de regulados, que a finales de 2011 se encontraba en 5,8%, disminuyó a lo largo de 2012 y lo hizo con mayor intensidad a finales de año, cuando se situó en 1,9%, significativamente por debajo de lo previsto en los informes de inflación anteriores.

Dentro de los regulados, la reducción en la variación anual del IPC de servicios públicos fue especialmente notoria (Gráfico 32). Se destacan los menores ajustes en los precios del gas domiciliario (de 18,7% en diciembre de 2011 a 1,0% en diciembre de este año) y en las tarifas de energía eléctrica (de 6,4% a -0,8% en el año). En estos casos, así como en el del precio interno de la gasolina, un factor importante (junto con la apreciación del peso) fue la estabilidad del precio internacional del petróleo durante el segundo semestre y su escaso incremento frente a 2011, cuando se examinan los promedios anuales. Adicionalmente,

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

en el caso de la energía, también desempeñó un papel relevante la reducción del IPP y las favorables condiciones para la generación hidroeléctrica que imperaron en el año.

Conviene señalar que los cambios en las tarifas de energía al consumidor dependen de fórmulas de regulación que incluyen la evolución de variables como el tipo de cambio, el IPP y los precios internacionales, cuyas dinámicas han sido no inflacionarias. Asimismo, los precios acordados en los contratos para el suministro de energía que rigieron para la segunda mitad de 2012 tomaban en cuenta el estado de los embalses uno o dos años atrás, precisamente cuando estaban a sus máximos niveles gracias al efecto del exceso de lluvias de aquel entonces producto de La Niña. Esto probablemente contribuyó a abaratar la generación eléctrica en el país, lo que terminó transfiriéndose a las tarifas pagadas por los hogares.

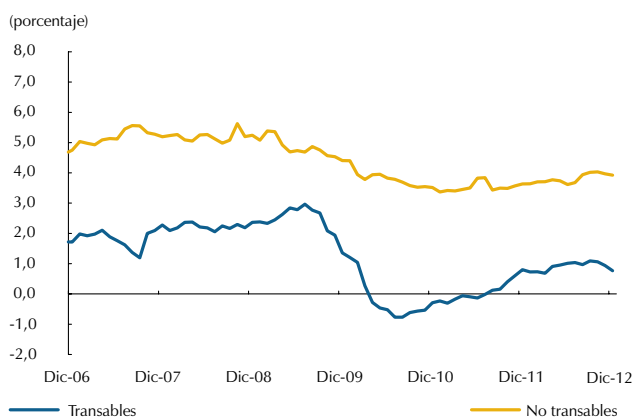
En el subgrupo de transporte regulado, además de los menores ajustes en el precio de la gasolina ya comentados, un factor que presionó a la baja la inflación fue la entrada en vigencia del Sistema Integrado de Transporte Público (SITP) de Bogotá, el cual significó la disminución de tarifas del transporte público urbano desde mediados del año pasado. Estas rebajas se sumaron a las decretadas en las tarifas de acueducto de Bogotá en el primer semestre.

La apreciación del peso también frenó los ajustes de los precios de los transables a partir de la segunda mitad del año y, sobre todo, en el cuarto trimestre. El componente transable del IPC (excluyendo alimentos y regulados) se desaceleró a finales de año, luego de aumentar levemente en el primer semestre (Gráfico 33). Vehículos, artículos de joyería, algunos electrodomésticos y algunos servicios de telefonía fueron los rubros que más contribuyeron durante el cuarto trimestre a la menor inflación del grupo.

En el caso de otros servicios de telefonía, a partir de octubre pasado comenzó a operar el subsidio para el uso de internet para los estratos 1 y 2. Es posible que los tratados de libre comercio que entraron en vigencia a mediados de año (Estados Unidos y Canadá) también hayan contribuido al menor crecimiento de este segmento de la canasta del IPC.

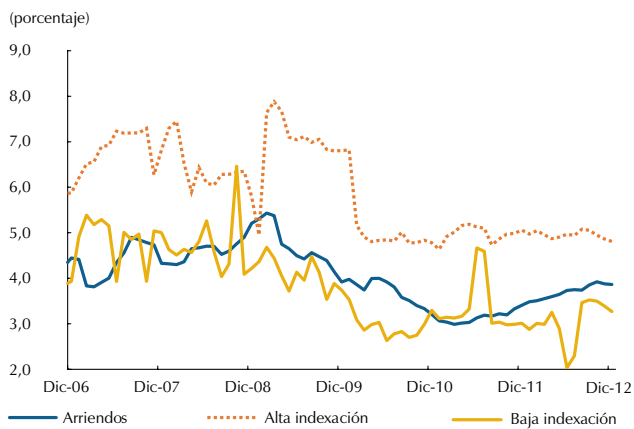
Finalmente, el componente no transable del IPC sin alimentos ni regulados se redujo levemente en los últimos meses del año y se situó por debajo de 4%, interrumpiendo así la tendencia ascendente que se observaba desde comienzos de 2011 (Gráfico 33). Dentro de esta subcanasta se destaca el comporta-

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



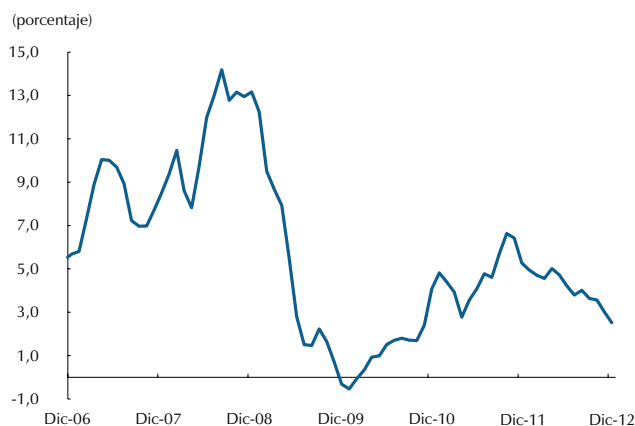
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 34
IPC de no transables sin alimentos ni regulados
(variación anual)



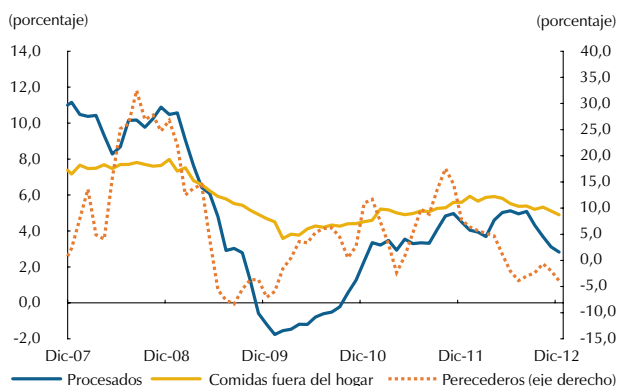
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 35
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 36
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

miento del IPC de servicios de arriendo, cuya variación anual dejó de acelerarse a partir de octubre y se situó en 3,9% en diciembre. Este componente del IPC venía mostrando una tendencia ascendente desde mediados del año 2010 (Gráfico 34). Es posible que el mercado de vivienda para arrendar en algunos estratos, especialmente en los altos, presente alguna sobreoferta, lo que, unido a una demanda más débil hacia finales de año, haya comenzado a moderar los ajustes en ese rubro.

Como ha sucedido desde hace varios años, en 2012 los precios de los bienes transables siguieron mostrando los ajustes más bajos dentro de la canasta del consumidor en Colombia, lo que sugiere que los precios internacionales de bienes manufacturados, una alta oferta de productos importados y la apreciación del tipo de cambio han ayudado a mantener anclada la inflación dentro del objetivo inflacionario. Este comportamiento ha compensado ajustes por encima de la meta en el caso de los precios de los bienes no transables.

B. LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS

Al finalizar el cuarto trimestre de 2012 la variación anual del grupo de alimentos se situó en 2,5%, nivel inferior al observado en el tercer trimestre y a comienzos de año y significativamente menor que el previsto en los informes sobre inflación anteriores. Esta variación anual se redujo sustancialmente a lo largo de 2012, en especial durante los últimos tres meses del año (Gráfico 35).

Los moderados ajustes en precios se observaron en los tres componentes principales de alimentos, pero fueron negativos en el caso de los productos perecederos, los cuales a lo largo del año registraron continuas caídas de precios (Cuadro 6 y Gráfico 36). La oferta de este tipo de alimentos se vio beneficiada por el retorno de condiciones climáticas favorables a partir del segundo trimestre del año pasado, por menores costos de producción gracias a precios de insumos que aumentaron poco, y por los precios relativamente altos de 2010 y 2011, que estimularon las siembras. Así, en 2012 se observó una fase de oferta abundante, la cual

Los perecederos lideraron la desaceleración en los precios de los alimentos en el cuarto trimestre.

se habría sostenido hasta finales de año, permitiendo precios bajos en una amplia gama de productos.

En el caso de los procesados la variación anual disminuyó, sobre todo a finales de año, pasando de 4,3% en septiembre a 2,8% en diciembre (Cuadro 6 y Gráfico 36). En este caso, la reducción desde el tercer trimestre de 2012, de los precios internacionales del maíz y otros cereales, de las oleaginosas, de los aceites y del café, entre otros, unida a la apreciación del peso y a una oferta importada abundante, habrían explicado el comportamiento descendente que desde hace varios meses muestra la variación anual de este componente del IPC.

De igual manera en el segundo trimestre del año 2012 las comidas fuera del hogar rompieron la tendencia creciente que traían desde mediados de 2010. Es así como este subgrupo, después de alcanzar 5,9% en abril de 2012 descendió hasta 4,9% en diciembre. Este ítem también ha resultado favorecido por los menores ajustes en costos de alimentos y en los servicios públicos.

Recuadro 3

POSIBLES EFECTOS DE LA REFORMA TRIBUTARIA SOBRE EL MERCADO LABORAL

Juan Sebastián Amador Torres
Jackeline Pirajan Díaz*

La nueva reforma tributaria (Ley 1607 de 2012) conlleva una reducción en los impuestos a la nómina a cargo del empleador del 29,5% al 16% del salario, para todos los trabajadores con ingresos menores a diez salarios mínimos. Esta sería la primera caída de estas contribuciones desde que se introdujeron en 1946. Esto puede tener efectos sobre la formalidad en Colombia al reducir los costos de contratación formal. En este recuadro se hacen algunas consideraciones al respecto.

Efectos sobre la composición del empleo por formalidad

En Colombia existe alguna evidencia sobre el papel que han desempeñado los impuestos a la nómina en el incremento de la informalidad. En el Gráfico R3.1 se observa que hay una relación entre los aumentos de dichos impuestos y la mayor participación de la proporción no asalariada del empleo, variable que es cercana al empleo informal.

Gráfico R3.1
No asalariados e impuestos sobre la nómina



Fuentes: Santamaría (2008) y DANE (GEIH, ECH y ENH).

Es posible analizar los efectos de la reforma tributaria sobre el mercado laboral desde la teoría económica, mediante el modelo de Albrecht *et al.* (2008) en un contexto de modelos

de búsqueda y emparejamiento. Este modelo extiende el de Mortensen y Pissarides (1994) al incluir un sector informal significativo y trabajadores heterogéneos en su productividad en el sector formal. Al haber fricciones en el proceso de búsqueda de empleo, existirá desempleo en el sector formal (el informal se considera autoempleo no-regulado).

Según este modelo, la probabilidad de que un individuo encuentre empleo formal es creciente según su nivel de cualificación y según su productividad en el sector formal. Esta heterogeneidad en productividad es la que ofrece la opción de trabajar en el sector informal (donde todos tienen la misma productividad), mientras que los trabajadores con productividad mayor a cierto umbral rechazarán esta opción en espera de un empleo formal. De manera similar, habrá trabajadores con productividad menor al umbral que no encontrarán trabajo lucrativo en el sector formal.

Puesto que las contribuciones obligatorias (como los impuestos a la nómina), bien sean cobradas al trabajador o al empleador, deben ser deducidas del valor agregado generado por cada empleado, y como solo los trabajadores de productividad mayor a su costo serán contratados en el sector formal, cambios en la política de tributación laboral impactarán sobre la composición entre formales e informales, debido al umbral de productividad descrito.

En este contexto, una reducción de los impuestos a la nómina llevaría a que menos trabajadores aceptaran trabajos informales, y más acepten los formales (por lo que la proporción de formales sería mayor) e incrementaría la duración del empleo formal (Albrecht *et al.*, 2008).

Efectos sobre los salarios y el empleo agregado

En principio, la reducción de los impuestos a la nómina afectaría los costos de contratación y, por esta vía, incrementaría la demanda por empleo. Es posible obtener una aproximación a la magnitud de la reducción en los costos laborales totales para el empleador analizando el comportamiento de estos para un salario mínimo. Teniendo en cuenta el ajuste del salario mínimo, entre 2012 y 2013 los costos totales mensuales de un trabajador se reducirían un 4,1% (Cuadro R3.1).

Sin embargo, el efecto sobre los costos de trabajadores con salarios mayores al mínimo es incierto, pues aunque la reforma tributaria incrementa la demanda por empleo, dependiendo del poder de negociación de los trabajadores, esta mayor demanda podría causar incrementos salariales.

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

Cuadro R3.1
Evolución de los costos para el empleador de un trabajador con salario mínimo

	2011	2012 (pesos)	2013
Salario mínimo	535.600	566.700	589.500
Impuestos de nómina a cargo del empleador	158.002	167.177	94.320
Pensión	64.272	68.004	70.740
Salud	45.526	48.170	-
Parafiscales (SENA)	10.712	11.334	-
Parafiscales (ICBF)	16.068	17.001	-
Parafiscales (cajas de compensación)	21.424	22.668	23.580
Costos totales ^{a/}	927.487	980.325	939.866
Variación anual de los costos totales (porcentaje)	4,0	5,7	(4,1)

a/ Costos totales = salario mínimo + subsidio de transporte + prima + cesantías + vacaciones + salud + pensión + ARP (riesgo medio) + parafiscales (SENA, ICBF y cajas de compensación) + dotación.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

En Colombia existen muy pocos estudios sobre el impacto de una reducción de los impuestos a la nómina sobre los salarios y el empleo, dado que no hay antecedentes al respecto; por el contrario, los estudios se concentran en los incrementos a los impuestos a la nómina. En este último caso, si los salarios reales fueran flexibles hacia abajo, los empleadores podrían absorber el costo adicional, pagando menores salarios, por lo que la reducción en el nivel de empleo sería menor. Sin embargo, el carácter obligatorio del salario mínimo limita este comportamiento (no se pueden reducir por debajo del mismo); por tanto, los empresarios se verían obligados a ajustar su nivel de empleo, en lugar de los salarios. Los trabajos de Maloney y Núñez (2004), Arango y Pachón (2004), Santamaría *et al.* (2008) y Bell (1997) proveen evidencia que muestra que el salario mínimo en Colombia es una restricción relevante. Adicionalmente, Iregui *et al.* (2011) aportan evidencia microeconómica en favor de la existencia de rigideces a la baja de los salarios nominales en una muestra de firmas colombianas. Es entonces posible concluir que en el país es difícil transferir los impuestos a la nómina a los empleados en forma de menores salarios nominales¹.

La falta de literatura académica sobre las rigideces al alza de los salarios representa un problema a la hora de evaluar el efecto de la reforma tributaria sobre el empleo agregado, debido a que si las rigideces al alza y a la baja de los salarios presentan asimetrías, el efecto sobre el empleo agregado de una reducción en los impuestos a la nómina no será simplemente el inverso del efecto de un incremento en los mismos. En Chile existe un antecedente importante sobre la reducción en los impuestos a la nómina que puede ser tenido en

cuenta a la hora de evaluar los efectos de la reforma tributaria sobre el mercado laboral colombiano. Desde 1981, por causa de la privatización del sistema de seguridad social chileno, se inició una serie de descensos en los impuestos a la nómina que, al momento de su culminación, correspondieron al 25% de los salarios. Utilizando información de un censo de la industria manufacturera de este país, Gruber (1997) estimó que la reducción en los impuestos a la nómina fue traspasada completamente a los trabajadores en forma de mayores salarios, con poco efecto sobre el empleo agregado. En Colombia se han realizado varias estimaciones sobre los efectos de los incrementos en los impuestos a la nómina. Kugler y Kugler (2008) usan un panel de firmas de la encuesta anual manufacturera del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) para analizar el impacto en el sector manufacturero. Sus resultados sugieren que, ante un incremento de estos impuestos de un 10%, los salarios formales caerían entre 1,4% y 2,3% y el empleo formal se reduciría entre 4% y 5%.

Por su parte, Arango, Gómez y Posada (2009), con información trimestral de la encuesta de hogares del DANE, estiman funciones de demanda por trabajo calificado y no calificado para una firma representativa del sector urbano formal privado, cuyos insumos son capital, trabajo calificado y no calificado. Encuentran que un incremento en los costos no salariales afecta negativamente el nivel de empleo agregado.

Además, Cárdenas y Bernal (2004) estiman la elasticidad salario de la demanda de trabajo urbano antes y después de la reforma de pensiones y salud de 1993, la cual incrementó los costos no laborales en alrededor de 10%. Encontraron que la reforma impactó negativamente el nivel de empleo. Adicionalmente, realizan simulaciones de los posibles efectos de una eliminación en los parafiscales, donde ante una reducción en los impuestos de un 9%, el nivel de empleo no calificado aumentaría en 1,8% y en 0,9% lo haría el calificado. Al ser

1 Mondragón-Vélez *et al.* (2011) muestra que parte de los incrementos en los costos no salariales es transmitido a los trabajadores vía menores salarios reales. Sin embargo este resultado es sensible a la estrategia de identificación empleada.

la mayoría de trabajadores no calificados informales, las estimaciones de los autores implican que reducciones de los impuestos a la nómina favorecerían la formalización. También, proporcionan evidencia de que la elasticidad salario de la demanda de trabajo aumenta durante los períodos de contracción, lo que explicaría los rápidos aumentos en la tasa de desempleo en las malas épocas y su lento proceso de reducción en las recuperaciones.

Sin información sobre la flexibilidad de los salarios hacia arriba en el mercado laboral colombiano es difícil anticipar efectos de una reducción en los impuestos a la nómina sobre el nivel de empleo. En cuanto a los efectos composicionales, la evidencia sugiere que una reducción como la contemplada en la reforma tributaria favorece al empleo formal asalariado, independientemente del efecto sobre el empleo agregado. A medida que nueva información sobre el comportamiento del mercado laboral esté disponible, será posible evaluar de manera adecuada los efectos sobre el mercado laboral de la reciente reforma tributaria².

Referencias

Albrecht, J.; Navarro, L.; Vroman, S. (2008). "The Effects of Labor Market Policies in an Economy with an Informal Sector", Washington, D. C.: Georgetown University.

2 Un análisis completo debe considerar la cuña salarial, es decir, la diferencia entre el salario real neto de impuestos recibido por el empleado y el costo para el empleador. La cuña salarial es función inversa de la suma de los impuestos a la nómina, a la renta y al consumo; por lo que si la reducción en los impuestos a la nómina fuera compensada perfectamente, por ejemplo, por un incremento del impuesto a la renta; el efecto sobre la cuña (y el mercado laboral) sería neutro. Como la reforma tributaria comprende reducciones en la retención en la fuente para aquellos cuyos ingresos sean menores a los diez salarios mínimos, y de acuerdo con estimaciones del equipo técnico del Banco el efecto agregado de los cambios en el IVA sobre los precios no será inflacionario; el efecto de la reducción en los impuestos a la nómina disminuirá la magnitud de la cuña salarial (Nickell, 1997).
También debe tenerse que en cuenta que en el neto, el impuesto a las utilidades que reemplazará a los parafiscales afectará principalmente a sectores no intensivos en mano de obra. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda, las empresas intensivas en mano de obra pagarán menos impuestos en el agregado. Un estudio que considera los efectos fiscales y de equilibrio general de una eliminación de los parafiscales lo hace Botero (2011).
Por estas razones, el análisis presentado en este recuadro puede considerarse válido aún teniendo en cuenta el efecto de toda la reforma tributaria, pues aunque aquella se concibió como fiscalmente neutral, los efectos composicionales y las características sectoriales sugieren que lo anteriormente expuesto es válido.

Arango, L.; Gómez, M.; Posada, C. (2009). "La demanda de trabajo formal en Colombia: determinantes e implicaciones de política", Borradores de Economía, Banco de la República.

Arango, C.; Pachón, A. (2004). "Minimum Wages in Colombia: Holding the Middle with a Bite on the Poor", Borradores de Economía, Banco de la República.

Bell, L. (1997). "The Impact of Minimum Wages in Mexico and Colombia", *Journal of Labor Economics*, vol. 15, núm. 3, pp. S102-S135, julio.

Botero, J. (2011). "Desempleo e informalidad en Colombia: un modelo de equilibrio general computable", documento interno, Universidad Eafit, Medellín.

Cárdenas, M. (2012). "Reforma tributaria, 2012" (presentación) [en línea], disponible en: <http://www.minhacienda.gov.co/portal/page/portal/HomeMinhacienda/recaudodeimpuestos/Reforma-tributaria-2012/2012-10-09%20Reforma%20Tributaria.pdf>, octubre de 2012.

Cárdenas, M.; Bernal, B. (2004). "Determinants of Labor Demand in Colombia, 1976–1996", en *Law and Employment: Lessons from Latin America and the Caribbean*, NBER Chapters, pp. 229-272 National Bureau of Economic Research, Inc.

Gruber, J. (1997). "The Incidence of Payroll Taxation: Evidence from Chile", *Journal of Labor Economics*, University of Chicago Press, vol. 15, núm. 3, pp. S72-101, julio.

Iregui, A.; Melo, L.; Ramírez, M. (2011). "Rigideces de los salarios a la baja en Colombia: evidencia empírica a partir de una muestra de salarios a nivel de firma", en *Formación de precios y salarios en Colombia*, tomo II, Bogotá: Banco de la República.

Kugler, A.; Kugler, M. (2008). "Labor Market Effects of Payroll Taxes in Developing Countries: Evidence from Colombia", NBER Working Papers, núm. 13855, National Bureau of Economic Research, Inc.

Maloney, W.; Núñez, J. (2004). "Measuring the Impact of Minimum Wages. Evidence from Latin America", en *Law and Employment: Lessons from Latin America and the Caribbean*, NBER Chapters, pp. 109-130, National Bureau of Economic Research, Inc.

Mondragón, C.; Peña, X. (2011). "Rigideces laborales y salarios en los sectores formal e informal en Colombia", documento Cede, Universidad de los Andes.

Mortensen, D.; Pissarides, Ch. (1994). "Job Creation and Job Destruction in the Theory of Unemployment", *The Review of Economic Studies*, vol. 61, núm. 3, pp. 397-415, Oxford: Oxford University Press.

Nickell, S. (1997). "Unemployment and Labor Market Rigidities: Europe versus North America", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, núm. 3, American Economic Association.

Santamaría, M.; García, G.; Mujica, A. (2008). "Los costos no laborales y el mercado laboral: impacto de la reforma de salud en Colombia", documento de trabajo, núm. 43, Fedesarrollo.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

El pronóstico de crecimiento para 2013 no se modificó sustancialmente en este informe. La economía colombiana crecerá este año a una tasa un poco mayor de la que se habría observado en 2012.

En 2013 el consumo de los hogares continuará creciendo a tasas similares a su promedio histórico, mientras que la inversión deberá reportar un mejor desempeño frente al año anterior.

La probabilidad de que en 2013 la inflación se ubique en un rango entre 2,0% y 4,0% y de que en 2014 converja a la meta de largo plazo (3,0%) sigue siendo alta.

Los riesgos sobre el crecimiento y la inflación en Colombia siguen sesgados a la baja por los peligros que aún se ciernen sobre la estabilidad económica mundial. Adicionalmente, la incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión en construcción y obras civiles es alta.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Los pronósticos de crecimiento económico para 2013 que se presentan a continuación no distan significativamente de lo presentado en el anterior *Informe sobre Inflación*, por lo que el escenario más probable sigue apuntando a una expansión de alrededor de 4,0%, cercana a la observada en promedio desde 2000 (4,1%). Lo anterior implica una aceleración del crecimiento para 2013, después del pobre desempeño del tercer trimestre de 2012 y del débil resultado que se espera para el cuarto.

El escenario de crecimiento más probable sigue apuntando a una expansión de la economía de alrededor de 4,0%.

Las nuevas estimaciones para 2013 siguen dependiendo estrechamente de lo que pueda suceder en el contexto internacional (especialmente en la zona del euro y en los Estados Unidos). No obstante, en esta oportunidad se considera que la incertidumbre es menor y que los riesgos de una contracción fuerte de la economía mundial han disminuido, por lo que se revisó al alza el escenario bajo presentado

Se resalta la incertidumbre relacionada con la dinámica de obras civiles y consumo público.

en el informe de septiembre. En el ámbito interno es importante resaltar la incertidumbre relacionada con la dinámica de rubros como el consumo público y la inversión en obras civiles. Sin embargo, existen algunos indicios acerca del rumbo que pueden tener a lo largo de 2013.

El escenario central supone un crecimiento del PIB de los principales socios comerciales levemente menor que el que se habría registrado en 2012 y que el previsto en el informe anterior. Además, los pronósticos de los precios de los bienes básicos se revisaron a la baja, tal como se discutió en el capítulo I. Así las cosas, podría esperarse un nivel de términos de intercambio menor o igual que el de los dos años anteriores. Este hecho repercutiría de alguna manera en el ingreso nacional y limitaría las posibilidades de expansión de los gastos público y privado.

En lo que respecta a las variables internas, en el escenario central se suponen tasas de expansión de los rubros de inversión en obras civiles y de construcción de edificaciones para 2013 mayores que las que se habrían presentado en 2012. En el primer caso se observarían crecimientos anuales cercanos al 4,0%, que si bien no son comparables con los de 2011, sí implican una recuperación importante frente a 2012. Este supuesto se sustenta en las expectativas que se tienen sobre una mayor ejecución presupuestal por parte de los gobiernos locales, que entran a su segundo año de mandato, y en una liberación de los recursos provenientes de las regalías, los cuales estuvieron represados en 2012 mientras entraba en vigencia el Sistema General de Regalías. Asimismo, se esperan menores cuellos de botella relacionados con el otorgamiento de licencias ambientales, un mayor adelanto en las obras de infraestructura pública en todo el país, junto con el inicio de nuevos proyectos programados con el esquema de contratos de cuarta generación (que se empezarían a otorgar a partir de marzo) y la continuación de los programas de expansión del sector minero-energético.

En el caso de construcción de edificaciones, también se proyecta una mejoría con respecto a lo que se habría registrado en 2012. El hecho más relevante sería el programa de construcción de vivienda con fines sociales que adelanta el Gobierno nacional. En relación con este último, si bien se han presentado contratiempos en la aprobación de licencias, se espera que a lo largo del año estos retrasos se superen. Con lo anterior, en el escenario central se espera un crecimiento de alrededor del 5,0% en este rubro para todo el año.

Para la inversión diferente de obras civiles y construcción de edificaciones se espera crecimientos anuales en 2013 similares a los de 2012.

Para los demás componentes de la formación bruta de capital fijo se esperan crecimientos anuales en 2013 similares a los observados durante el año anterior. Este pronóstico se basa en: i) proyecciones de flujos de inversión extranjera directa (IED) al país que siguen siendo altos y que no solo estarían dirigidos hacia el sector minero sino también al de comercio y transporte; ii) importantes planes de expansión del sector minero-energético para 2013, que implicarán un alto esfuerzo de inversión en maquinaria y equipo de transporte, como complemento de la prevista en obras civiles, y iii) amplias facilidades de fondeo interno en un contexto de bajas tasas de interés real para las empresas.

El consumo del Gobierno y el de los hogares crecería a una tasa anual cercana a su promedio histórico.

Con respecto al consumo total, se anticipa un crecimiento no muy distinto de aquel que se habría presentado en 2012. Los niveles del consumo final del Gobierno y del gasto de los hogares seguirán mostrando expansiones cercanas a su promedio histórico. En particular, para este último rubro se prevé una tasa de crecimiento que para el promedio de todo 2013 sería similar a la observada durante la segunda mitad de 2012. Dentro de los factores que harían que esta dinámica se mantenga están: i) una expectativas de la situación económica de los hogares que se mantienen estables en niveles adecuados y que no resultarían afectadas por el contexto internacional, en tanto este se desenvuelva tal y como se describe en el escenario central del capítulo I de este informe; ii) la creación y formalización de empleos con mejores condiciones laborales y salariales gracias a la reducción de los impuestos parafiscales aprobada con la reforma tributaria, lo cual mejoraría la calidad y el nivel del consumo agregado de los hogares; iii) un crédito bancario que seguiría expandiéndose a tasas anuales de dos dígitos, impulsado principalmente por la amplia liquidez suministrada por el banco central y por las decisiones de política monetaria que se tomaron desde finales del año 2012, y iv) una inflación por debajo de la prevista en 2012 y comienzos de 2013, que implica un aumento del poder adquisitivo de las familias y un mayor ingreso real de los hogares.

De todas maneras, el crecimiento del consumo privado en 2013 contará con menores estímulos que en el pasado, si se tiene en cuenta que no se prevé un aumento de los términos de intercambio en esta oportunidad. Además el flujo de transferencias del exterior por concepto de remesas de trabajadores sería similar o menor al de 2012 y otros años, sumado a que los niveles de endeudamiento de los hogares son ahora mayores. Por último, la reforma tributaria podría generar incertidumbre sobre el nivel de ingresos de los hogares y llevarlos a postergar algunos consumos en espera de mayor claridad sobre su impacto, a lo que se suman los impuestos por valorización decretados en algunas ciudades.

Con respecto a las importaciones, se espera que se desaceleren ligeramente en 2013, dado que en los años anteriores se dio una expansión considerable de este agregado que elevó sustancialmente su participación en el PIB. Por su parte, las exportaciones crecerían a una tasa anual similar a la de 2012, aunque seguirían siendo influenciadas por un contexto internacional incierto, donde la demanda externa no sería muy dinámica. Las ventas de productos mineros crecerán a un ritmo superior, en términos reales, que el que se observó en 2012. Esto siempre y cuando se supere los cuellos de botella en transporte y no se presente problemas de orden público.

En cuanto al PIB por ramas de actividad, se espera que los sectores de mayor dinamismo en 2013 sean la minería y la agricultura, con ritmos de expansión superiores al de la economía en su conjunto. Asimismo, se estima que sectores como la construcción y la industria reporten alguna recuperación, luego del pobre desempeño observado en 2012, aunque la incertidumbre sobre estos continúa siendo elevada. Para otros sectores, como el comercio y el transporte, se proyecta una tasa de crecimiento para 2013 superior al 4%. Así, estas ramas continuarían mostrando un dinamismo importante, tal y como sucedió el año pasado.

En 2013 los sectores con mayor dinamismo serían minería y agricultura.

Las producciones de petróleo y carbón se recuperarán, pero su tasa de crecimiento no alcanzará los niveles reportados en años anteriores.

Para la minería se contempla una recuperación, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron la cadena de producción del petróleo y el carbón. Sin embargo, su tasa de crecimiento no alcanzará los elevados niveles reportados en los años anteriores (por encima del 10%). Mientras se producía este informe se dieron a conocer cifras sobre la producción de petróleo durante enero de 2013, las cuales indican que se habría superado el millón de barriles de crudo diarios en promedio, lo que ratifica las expectativas favorables sobre el sector.

En el caso del carbón, el segundo producto colombiano de exportación, la meta de producción para 2013 es de 98 millones de toneladas, luego de que se observara una cifra alrededor de 92 millones en 2012⁸. Así, esta rama de actividad presentaría una aceleración frente a lo registrado el año anterior, aunque no recuperaría las tasas de crecimiento de más de dos dígitos observadas en años anteriores.

De igual forma, se espera un crecimiento favorable en la agricultura, liderado por el café, cuya producción alcanzaría un nivel de 10 millones de sacos (meta establecida por el gremio), luego de producir alrededor de 8 millones en 2012. De acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, la producción de café alcanzó 877 mil sacos de 60 kilos cada uno en enero de 2013, lo que representa un 64% más que lo registrado un año atrás. Debe mencionarse que se han renovado más de 460 mil hectáreas de cultivo en los últimos cinco años, lo que debe traducirse en un aumento de la productividad promedio de las plantaciones. Adicionalmente, el Gobierno ha venido ejecutando un plan de ayuda para los caficultores (cerca de \$150 mil millones), que se ejecutaría en el primer semestre. Todo lo anterior augura un mejor desempeño del sector para todo 2013, frente a 2012.

Por último, la incertidumbre sobre los sectores de construcción y la industria complican el panorama interno hacia futuro. Como se mencionó, se espera que el sector de la construcción reporte una recuperación tanto en el componente de edificaciones como en el de obras civiles. En el primero, se estima que el programa actual del Gobierno entregue 100 mil viviendas en los próximos dos años, mientras que, en el segundo se prevé un impulso en obras relacionadas con carreteras, en especial, las “mega vías” y dobles calzadas⁹, así como la continuación de varios proyectos de infraestructura eléctrica y para el transporte de gas y petróleo.

Se espera un crecimiento favorable en la agricultura, liderado por el café.

En el caso de la industria, la tendencia observada en la segunda mitad de 2012 nubla la perspectiva sobre el comportamiento de esta rama. Pese a que los industriales han diversificado sus destinos de exportación y realizado cuantiosos esfuerzos por renovar su capacidad instalada buscando mejoras en la productividad, algunas

8 En las primeras semanas de 2013 una de las mayores empresas dedicadas a la extracción del carbón, Cerrejón, comenzaba a enfrentar problemas sindicales que podrían frenar su producción, algo que no está contemplado en los pronósticos de este informe.

9 En marzo de 2013 se iniciará el proceso de licitación para adjudicar, por lo menos, cuatro de los treinta proyectos viales que se entregarían durante los próximos dos años. Esto haría parte de las concesiones de cuarta generación. En total serían 8.000 kilómetros de nuevas vías, de los cuales se estima que alrededor del 20% serían carreteras en doble calzada.

La actividad industrial puede presentar una alta irregularidad en 2013.

industrias seguirían enfrentando una competencia agresiva de las importaciones, de acuerdo a la más reciente encuesta de la ANDI (ver recuadro 2).

Cabe señalar que la actividad industrial puede presentar una alta irregularidad en 2013. Esto debido a que en los primeros tres meses del año se tiene un menor número de días hábiles (por la presencia de Semana Santa en marzo) que impactaría negativamente la producción y prolongaría su tendencia descendente por lo menos hasta la primera mitad del año. Esta situación se invierte en el segundo trimestre, cuando los resultados deberían ser sustancialmente mejores. Hacia el segundo semestre se espera que las mejores condiciones externas e internas permitan un aumento adicional de la producción sectorial. Así las cosas, se espera un crecimiento positivo, pero moderado, de la industria para todo 2013, lo cual implica una tímida recuperación frente a lo observado en 2012.

Con base en todo lo anterior, la proyección en el escenario más probable no se modificó y continúa estando alrededor de 4% para 2013. Sin embargo, en este informe se redujo el intervalo de pronóstico, puesto que la probabilidad de ocurrencia de un fuerte deterioro de la economía mundial en 2013 es significativamente menor que en el *Informe sobre Inflación* anterior. De esta forma, se prevé que el crecimiento del PIB colombiano se expandiría a una tasa de entre 2,5% y 4,5% (hace tres meses era de 2,0% a 5,0%). No obstante, la amplitud del presente rango continúa siendo elevada, ya que existe una alta incertidumbre sobre el comportamiento de las obras civiles y la construcción de edificaciones. El piso y el techo del intervalo de pronóstico están asociados con el escenario bajo y alto del contexto internacional, presentado en el capítulo I.

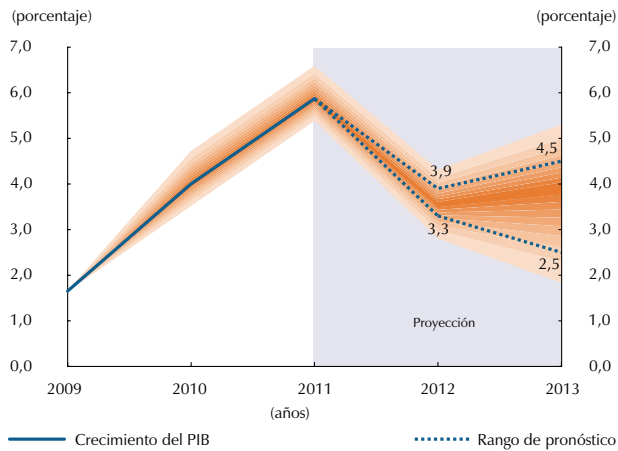
En cuanto al balance de riesgos, el cual se muestra en los *fan chart* de crecimiento (gráficos 37 y 38), este sugiere una mayor importancia de los riesgos a la baja, lo que apunta a una probabilidad no despreciable de que la expansión del PIB en 2013 se ubique por debajo de la senda central. El principal riesgo a la baja continúa siendo un crecimiento mundial menor que el esperado en el escenario central. Por el contrario, los riesgos alcistas están relacionados con reducciones de costos de materias primas importadas y un mejor desempeño del gasto destinado a las obras civiles, a la construcción de edificaciones y al consumo público.

De acuerdo con las perspectivas de crecimiento para 2012, se espera que la brecha del producto sea negativa, frente a la brecha positiva de 2011. De la misma manera, para 2013 se prevé una brecha aún más negativa que la de 2012, aunque esta debería tender a cerrarse en la segunda mitad del año una vez que el crecimiento mejore. El Gráfico 39 muestra que la brecha se ubicaría entre -1,0% y 0,4% para 2012 y entre -2,0 y 1,4% para 2013. La senda actual es menor que aquella presentada en *Informe sobre Inflación* anterior.

Se prevé que en 2013 el crecimiento del PIB se expandiría a una tasa de entre 2,5% y 4,5%.

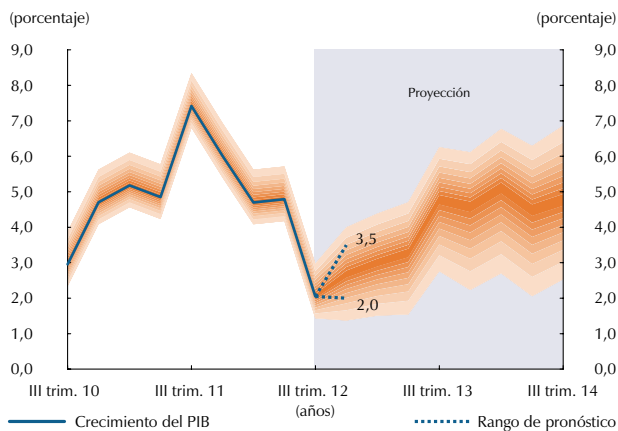
Las nuevas estimaciones sugieren una brecha del mercado laboral cerrada, que se ubicaría en terreno positivo para el año 2012, cuando el desempleo observado fue muy cercano a su tasa consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés). Dadas las perspectivas de crecimiento expuestas, la brecha esperada

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



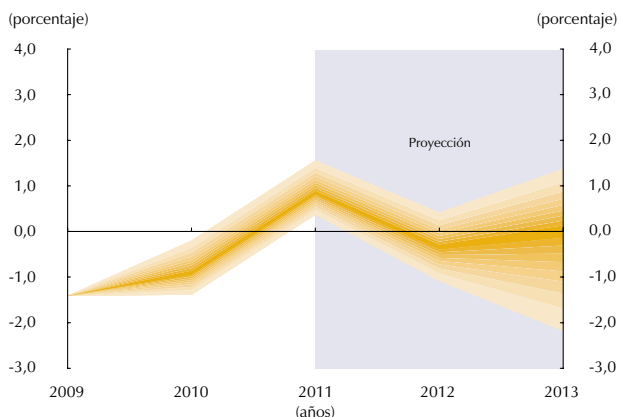
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

para 2013 será aún más positiva que la de 2012. Un mercado laboral posiblemente más holgado puede repercutir en menores ajustes salariales y estos, a su vez, en menores presiones inflacionarias.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

La caída de la inflación en el cuarto trimestre de 2012 y la presencia de menores presiones inflacionarias a comienzos de 2013 redujeron los pronósticos para este último año, en especial para el primer semestre, frente a lo presentado en el informe de septiembre. A diferencia de lo previsto hace tres meses, en esta oportunidad el modelo del Banco en su senda central sugiere que la inflación anual al consumidor permanecerá por debajo del 3% a lo largo de todo el año, aunque con una tendencia ascendente en el cuarto trimestre, que se prolongaría a comienzos de 2014.

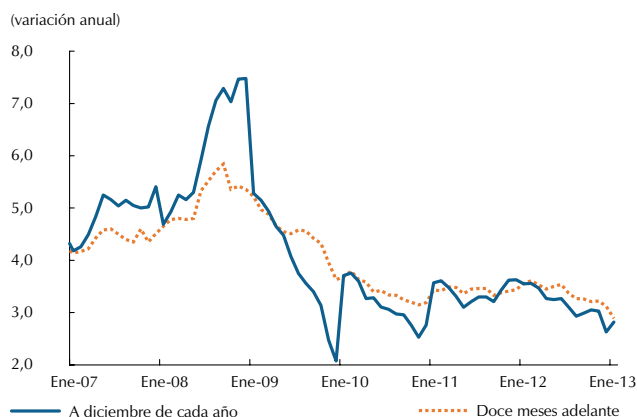
Varios factores explican la menor senda central de pronóstico:

- En primer lugar, las presiones provenientes de los precios internacionales de las materias primas se redujeron en este informe, frente a lo contemplado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. Como se menciona en el capítulo I, las actuales proyecciones para los precios internacionales del petróleo, carbón, minerales y alimentos son menores frente a las de hace tres meses y están por debajo de lo registrado en promedio en 2012. Adicionalmente el año pasado se observó una mayor transmisión de los precios externos a los internos, entre otras razones por una mayor competencia y oferta en el mercado local y por bajas expectativas de depreciación. Se estima que estas condiciones podrían mantenerse en 2013, lo que limitará las alzas de alimentos y regulados.
- Una economía más débil en Colombia durante la segunda mitad del año pasado frente a lo previsto, lo que condujo a una reducción de las estimaciones de la brecha del producto (véase la

primera parte de este capítulo). Con la información disponible se considera que la brecha se encontraba en terreno negativo al finalizar 2012, lo que, unido a las proyecciones de crecimiento para 2013 de alrededor de 4% en la senda central, implica escasas presiones sobre los precios al consumidor para este año.

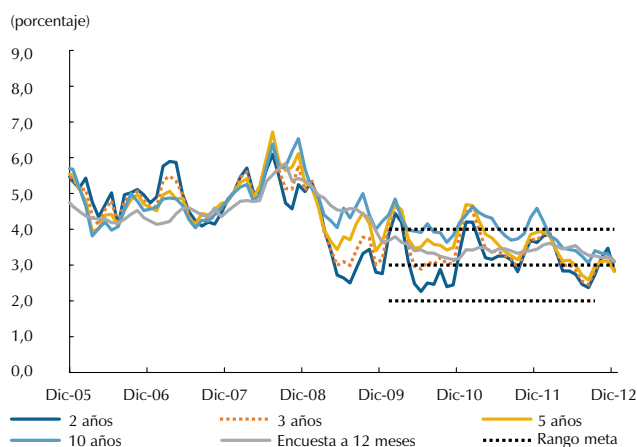
- Un mercado laboral más holgado que el contemplado en pronósticos anteriores, junto con ajustes salariales más bajos. En particular, el salario mínimo, un referente importante para fijación de precios y salarios en Colombia, se ajustó a una tasa de 4,0% para 2013, menor que la acordada un año atrás. Por otro lado, la reforma tributaria (con respecto a la reducción de los parafiscales, véase recuadro 3) puede conducir a rebajas en los costos que tienen que asumir los empresarios para el enganche de un número importante de trabajadores.

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



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 41
Expectativas de inflación derivadas de los TES (a 2, 3, 5 y 10 años) (promedio mensual)^{a/}



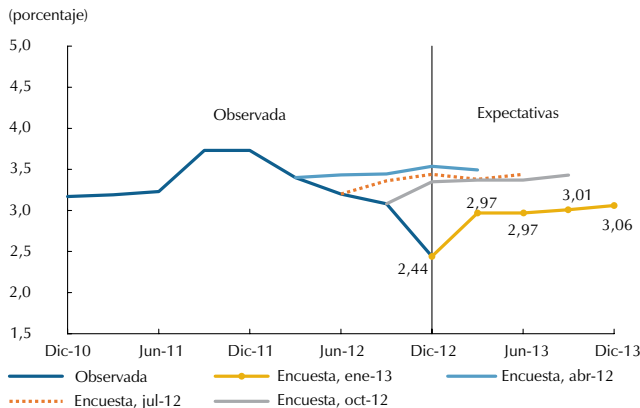
a/ Metodología Nelson y Siegel.
Fuente: Banco de la República.

La reducción efectuada al precio de los combustibles, que entró en vigencia a comienzos de 2013 con la reforma tributaria, no se conocía con certeza cuando se elaboraron los pronósticos anteriores. Esto conlleva a menores reajustes en este ítem de la canasta del consumidor, el cual representa un 2,9% del total, y eventualmente implica menores costos en la prestación de los servicios de transporte y menores ajustes en sus tarifas.

La baja inflación de cierre de año hará que las fórmulas de indexación que existen para varios precios de la economía (como arriendos) no se activen o lo hagan a tasas más bajas que las previstas en los informes anteriores.

Por último, la caída inesperada de las expectativas de inflación en los últimos meses del año, probablemente por debajo de la meta cuantitativa del 3% (como lo sugieren las encuestas y mediciones efectuadas por el Banco de la República), también contribuirá a aminorar los ajustes en precios y salarios en el transcurso de 2013. Así, por ejemplo, la encuesta mensual aplicada a los analistas del mercado financiero muestra una inflación esperada para diciembre de 2013 en 2,8% (Gráfico 40). De la misma manera, las mediciones obtenidas a partir de las tasas de interés de los TES (tasa fija vs. UVR) indican que las expectativas a horizontes de 2, 3 y 5 años cayeron por debajo de 3% a comienzos de 2013 y se situaron en un mínimo histórico (Gráfico 41). Tan solo la encuesta trimestral efectuada a empresarios, sindicalistas y académicos presenta resultados a doce meses superiores a la meta (a comienzos de enero estaban en 3,1%), pero aún por debajo de los anteriores (3,4% en octubre). Esta

Gráfico 42
Inflación observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, y nueve meses)
(inflación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

encuesta suele mostrar expectativas mayores que las de la encuesta mensual (Gráfico 42).

Además de la inflación total al consumidor, la inflación básica, representada aquí por el IPC sin alimentos, se mantendrá por debajo del 3% a lo largo de 2013, de acuerdo con el escenario central de pronóstico.

Por subgrupos del IPC sin alimentos, el cambio más relevante en las proyecciones ocurrió en la variación anual del IPC de regulados. Los precios regulados de los combustibles, la energía, el gas domiciliario y el transporte público municipal están ligados a la evolución del precio internacional del petróleo. Para el presente informe se redujo la proyección en el escenario central de pronóstico a US\$105 por barril referencia Brent en promedio para 2013 (frente a US\$108 contemplado en

el informe anterior). Este nuevo nivel, inferior al registrado en 2012 (US\$112 por barril), deberá conducir a ajustes bajos en los precios de los ítems mencionados y, en todo caso, menores que los presentados en años anteriores, lo cual se observará suponiendo que las presiones a la depreciación del peso sean moderadas.

Igualmente, en el caso del precio de la gasolina, los pronósticos incluyen una reducción importante en virtud de la entrada en vigencia de la reforma tributaria, la cual sustituyó el impuesto al valor agregado (IVA) y el impuesto global a la combustibles, por el impuesto nacional a la gasolina y al ACPM (véase recuadro 4). La disminución (de \$200 o -1,7%, del precio a fin de año) entró en vigencia a partir del primero de enero de 2013¹⁰, y hará que el IPC correspondiente mantenga una senda decreciente en los primeros meses, siempre y cuando el precio internacional del petróleo y el tipo de cambio se ajusten según los pronósticos contemplados en este informe. Como con otras decisiones similares, en este caso el efecto se da solo en un mes y tiende a reducir la variación anual del IPC de gasolina durante un año, teniendo, por tanto, un efecto directo y transitorio sobre la inflación. Sin embargo, en la medida en que afecte las expectativas o la formación de otros precios, puede tener alguna incidencia más duradera sobre esta.

Así las cosas, la variación anual de regulados se mantendría cerca o por debajo del piso del rango meta de largo plazo durante buena parte de 2013, pero hacia finales de año y en 2014 convergería a la meta cuantitativa del 3%. Este comportamiento contrasta con el observado en años anteriores, cuando los aumentos en los precios de los bienes y servicios regulados fueron uno de los componentes que más presiones alcistas ejercieron sobre la inflación al consumidor.

En los subgrupos de transables y no transables sin alimentos ni regulados también se presentaron reducciones, pero de menor magnitud. En el primer caso, se estima

La variación anual de regulados se ubicaría por debajo de la meta durante buena parte del 2013.

10 Es importante señalar que el ACPM no hace parte de la cesta familiar del DANE.

Debido a la reestimación de la brecha del producto y a la dinámica de las expectativas, se redujo la proyección de la variación anual de bienes no transables.

una variación anual cercana al 1% a lo largo de 2013, similar a la observada en 2012. Este pronóstico supone escasas presiones provenientes del tipo de cambio y de la inflación internacional, toda vez que los precios internacionales de las manufacturas, del petróleo y del transporte no deberán aumentar, dada la debilidad que se prevé para la demanda mundial. En la senda central de este informe no se incluyen los posibles efectos alcistas de los aumentos de aranceles decretados por el Gobierno para las importaciones de confecciones y calzado¹¹. Asimismo, se supone que los efectos directos sobre precios al consumidor, debido a la entrada en vigencia de los tratados de libre comercio (TLC) con los Estados Unidos y Canadá el año pasado, son muy graduales.

Para los bienes no transables la reestimación de la brecha del producto y la caída de la inflación y de sus expectativas a finales de año redujeron las proyecciones para 2013, frente a lo presentado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. Aunque el pronóstico central de crecimiento para este año no se modificó sustancialmente y se espera alguna aceleración frente al resultado estimado para 2012, el choque de demanda que se observó en la segunda mitad del año habría generado algunos excesos de capacidad productiva que se mantendrían por varios trimestres. De esta forma, ahora se prevén menores presiones de demanda, las cuales permitirían una convergencia más rápida de la variación anual de no transables hacia el 3%.

A lo anterior se añade el hecho de que los precios de los no transables tienen un componente indexado alto, lo que hace que su comportamiento tienda ser más autorregresivo que el de otras canastas del IPC. De esta manera, la reducción de la inflación por debajo de la meta a finales de año debe traducirse en menores ajustes en 2013: es el caso de los arriendos, para los cuales la ley obliga que sus cánones sean ajustados con la inflación observada del año anterior en caso de que los contratos de arrendamientos sean renovados. Cabe recordar que este ítem es el de mayor importancia en la canasta del consumidor (18,6%).

Asimismo, los ajustes de los precios de los no transables deben moderarse por cuenta del incremento más bajo en el salario mínimo para este año. Una parte importante de este subgrupo corresponde a servicios intensivos en mano de obra poco o medianamente calificada, cuyos salarios se ajustan de acuerdo con el salario mínimo, y en donde se anticipa un mercado laboral más holgado.

Con respecto a las proyecciones del IPC de alimentos, en este caso también se produjo una importante revisión hacia abajo frente a lo contemplado en el informe de septiembre. Los resultados a diciembre de 2012 (por debajo de lo esperado), junto con las

Las proyecciones de la variación anual de alimentos también disminuyeron por las menores presiones previstas de los precios internacionales, entre otros factores.

11 Cuando se producía este informe, el Gobierno nacional anunció la introducción de un arancel mixto para las confecciones y el calzado, el cual entraría en vigencia a partir del primero de marzo de 2013. El arancel se compone de un impuesto ad valorem del 10%, más otro específico de US\$5 por kilo importado y por par de zapatos en el caso del calzado. Esta medida tendrá un carácter transitorio por un año, momento en el cual se evaluarán los resultados. Dicho impuesto no aplicará para las importaciones provenientes de los países con los cuales Colombia tiene tratados de libre comercio. Se estima que el 70% de las importaciones de confecciones y calzado proviene de países con los cuales Colombia no tiene acuerdos de comercio (Ministerio de Industria y Comercio, Decreto 0074 del 23 de enero de 2013).

menores presiones previstas en los precios internacionales de los alimentos, además de una menor transmisión hacia los precios internos, influyeron en estos cambios.

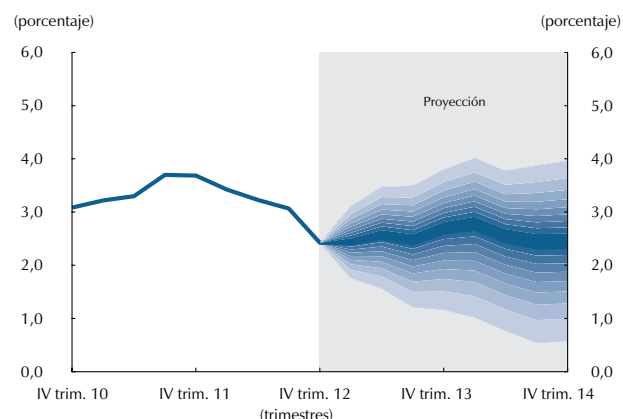
De todas maneras, se estima que en diciembre de 2012 la variación anual de alimentos habría alcanzado un nivel mínimo, el cual durante 2013 tenderá a aumentar, en especial hacia el segundo semestre del año. Estos pronósticos tienen en cuenta que, por el ciclo de la oferta agrícola, en algún momento se esperan aumentos en los precios de los alimentos perecederos durante el primer semestre, con una aceleración en la variación anual del IPC respectivo. También, se prevé alzas en los precios de la carne, debido a que desde finales de 2012 se comenzaron a observar indicios de una nueva fase de retención ganadera.

Los pronósticos en el caso de alimentos tampoco contemplan las medidas anunciadas a finales de enero por el Ministerio de Agricultura, que busca proteger al sector lechero nacional frente al aumento de las importaciones de leche en polvo provenientes de Argentina. Estas medidas podrían impulsar los precios de algunos productos lácteos¹².

2. Balance de riesgos

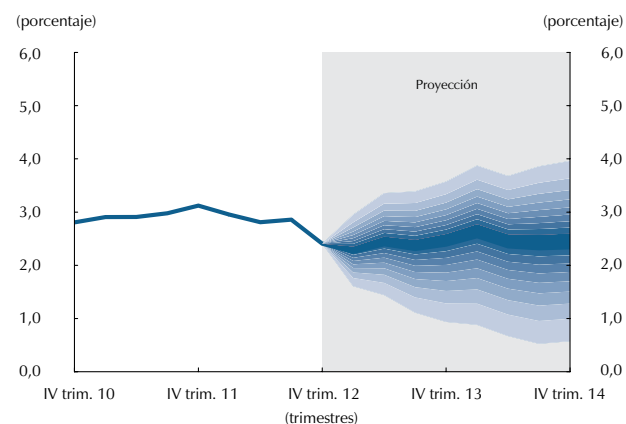
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 43 y 44. En esta oportunidad, tanto la alta incertidumbre relacionada con el comportamiento del contexto internacional como las dudas sobre el desempeño de la inversión en construcción y obras civiles contribuyeron para mantener una amplitud importante en los intervalos de pronóstico para la inflación en 2013, similar a la considerada en el informe anterior. El balance de riesgos continúa sesgado a la baja.

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.

12 Al respecto véase <http://www.minagricultura.gov.co/inicio/noticias.aspx?idNoticia=1882>

El balance de riesgos sigue sesgado a la baja debido a la alta incertidumbre en el contexto internacional y en el sector de construcción y obras civiles.

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

- *Un menor crecimiento mundial al previsto en la senda central de pronóstico.* Pese a que la probabilidad de una crisis profunda en Europa y en la economía mundial disminuyó de manera importante, aún persisten riesgos de un crecimiento mundial menor que el contemplado en el escenario central, debido a los problemas estructurales que subsisten en dichos países. En particular, no se puede descartar que el canal de crédito continúe afectado en Europa y que la confianza de los mercados se afecte por el ciclo político en países como Italia y Alemania. Por su parte, en los Estados Unidos el problema del abismo fiscal y del límite de endeudamiento aún no se resuelve plenamente. Un menor crecimiento mundial implicaría para la economía colombiana menores ingresos por exportaciones, debido a una menor demanda y a una caída en los términos de intercambio, así como menores entradas de capital. Aunque el tipo de cambio se puede depreciar más que lo contemplado en el escenario central, generando presiones alcistas sobre los precios de transables, es probable que primen las presiones a la baja, asociadas con una demanda externa e interna más débiles, tal y como sucedió en la crisis de 2008-2009.
- *Menores precios de regulados que los previstos en la senda central.* La oferta mundial de petróleo y otras materias primas ha crecido en los últimos trimestres gracias a los esfuerzos de inversión y exploración realizados en diversos países y como respuesta a los precios históricamente altos. El caso más notorio es el de los Estados Unidos, donde se vienen adelantando iniciativas para el desarrollo de otras fuentes de energía que sustituyan al petróleo, los cuales vienen dando resultados —como el de la explotación de gas de esquisto (*shale gas*)—. En Canadá, a su vez, se han superado cuellos de botella en transporte que prometen ampliar la oferta exportable de combustibles de dicho país. A ello se suma la reactivación de varias centrales de energía nuclear en Japón¹³. En un entorno de débil demanda mundial y de inventarios altos, como los que se observan desde hace unos meses, no se puede descartar una reducción del precio del petróleo más allá de lo previsto en el escenario central de este informe. Una situación como esta puede generar una disminución en el precio de los combustibles en Colombia y de otros servicios y bienes estrechamente conectados con este.
- *Efectos de la reforma tributaria sobre los precios:* La reforma tributaria tendría efectos bajistas y de una sola vez sobre el nivel de precios, que se reflejarían transitoriamente en la inflación anual. Este choque no se incluyó en la senda central de inflación que se presenta en este informe, a excepción de la disminución en el precio de la gasolina, como ya se mencionó. La parte no contemplada de la reforma tributaria puede reducir, directa o indi-

No se descarta una caída en los precios de los bienes regulados mayor a la esperada debido a mejorías en la oferta mundial del petróleo.

13 Véase Economist Intelligence Unit (2013). “World Commodity Forecasts: Industrial Raw Materials”, enero.

rectamente (vía menores costos), los precios de algunos bienes y servicios, incluidos varios alimentos. Con esta reforma, desde el primero de enero de este año se redujo el IVA en algunos servicios como la medicina prepagada, la telefonía local y los restaurantes. Asimismo, se hicieron rebajas en el IVA de vehículos, computadores, azúcar y chocolate, y en los de maquinarias e insumos para la agricultura (véase recuadro 4).

Por su parte, los principales riesgos al alza son:

- *Un dinamismo interno mayor al esperado.* Dada la volatilidad que exhibe el consumo público y, sobre todo, las obras civiles, existe la posibilidad de que en 2013 el comportamiento de estos dos componentes sea más dinámico que el previsto en la senda central de pronóstico para el PIB y la inflación. Es posible, igualmente, que se esté subestimando el impacto del programa de vivienda gratuita anunciado por el Gobierno y que ya se encuentra en marcha, dada la dificultad para medir su aporte al valor agregado de la economía. Todo esto puede derivar en un crecimiento mayor de la demanda con una brecha del producto y unas presiones de demanda más altas.
- *Ciclo agrícola y su efecto en el precio de los alimentos.* Aunque se descartó la ocurrencia de un fenómeno de El Niño en este año, aún persiste un riesgo al alza en el precio de los alimentos perecederos, por cuenta del ciclo de mediano plazo de la producción agrícola. En los últimos trimestres los precios relativos de los alimentos perecederos han descendido, y esto puede desestimular la oferta en 2013, generando aumentos de precios mayores que los observados el año anterior. Aunque este fenómeno está contemplado en la senda central de pronóstico, su intensidad puede ser aún mayor (como ha sucedido en algunas ocasiones). En principio, el efecto sobre la inflación sería transitorio y los precios retornarían a sus niveles normales a finales del año o comienzos de 2014; sin embargo, en la medida en que impacte las expectativas puede tener una duración más larga.

La probabilidad de que la inflación converja al rango meta sigue siendo alta en 2013 y 2014.

Dado todo lo anterior, la probabilidad de que en 2013 la inflación total se ubique en un rango entre 2% y 4% y de que en 2014 converja hacia la meta de largo plazo (3%) sigue siendo alta. Cabe señalar que la senda de pronóstico presentada en este informe supone una política monetaria activa, con tasas de interés que se ajustan para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación en el largo plazo.

Recuadro 4 CAMBIOS AL IVA DENTRO DE LA NUEVA REFORMA TRIBUTARIA

Edgar Caicedo García*

La nueva reforma tributaria (Ley 1607 del 26 de diciembre de 2012) introdujo algunas innovaciones que podrían afectar el desempeño futuro del índice de precios al consumidor (IPC), a saber: cambios en las tarifas del impuesto al valor agregado (IVA) para varios productos, creación del impuesto al consumo y modificación en los impuestos a los combustibles. A continuación se analizan con detalle cada una de estas tres reformas y se intenta cuantificar el impacto inflacionario de la nueva ley.

1. Cambios en el IVA

A partir del primero de enero de 2013 comenzó a regir la nueva reforma tributaria y entre los principales cambios introducidos al IVA tenemos¹:

- La nueva ley simplifica el recaudo, reduciendo a tres el número de tarifas del IVA (0%, 5% y 16%). Antes de la reforma habían siete: 0%, 1,6%, 10%, 16%, 20%, 25% y 35%.
- La venta de ganado bovino vivo pasa de ser excluido a exento².
- Algunos embutidos quedan gravados con un IVA de 5%, cuando antes lo estaban con un 16%³.
- Se disminuyó el IVA a un 5% para las semillas, maquinaria, herramientas e insumos agropecuarios, los cuales estaban gravados con tarifas de 16% o 10%.
- Se aumenta del 1,6% al 16% el IVA para los servicios de aseo, vigilancia y empleo temporal, pero solo sobre el componente que corresponda a administración, imprevistos y utilidad (AIU). Si estos servicios son prestados

* El autor es profesional experto en inflación del Departamento de Programación e Inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos de Banco de la República. Las opiniones no comprometen a la entidad ni a su Junta Directiva.

1 Es importante señalar que todo bien o servicio comercializado debe comenzar a cumplir la nueva ley a partir del 30 de enero del año 2013. Véase al respecto el artículo 69 de la Ley 1607 del 26 de diciembre de 2012.

2 Los bienes exentos tienen una tarifa de 0% de IVA, con el fin de que este gravamen otorgue el derecho a descontar el IVA pagado. De esta manera, quien comercialice un bien exento siempre tendrá un saldo a favor y podrá solicitar su devolución sin límite alguno. En contraste, los bienes y servicios excluidos no causan el IVA.

3 Estos son: salchichón, mortadela y butifarra.

por discapacitados, el IVA será de 5% y se aplicará sobre el valor bruto del servicio⁴.

- Los servicios de hospedaje de turismo y los arriendos de inmuebles diferentes a vivienda pasan de tributar un IVA de 10% a uno de 16%. Las personas jurídicas constituidas como propiedad horizontal, si explotan las zonas comunes con el servicio de parqueadero, ahora tendrán que cobrar un IVA del 16%.
- Quienes comercialicen azúcar sólido, café (incluso tostado descafeinado), chocolate de mesa y pasta sin preparar que contengan huevo, se les reduce el IVA de 10% a 5%. También, se les rebajó el IVA a los alimentos básicos de uso industrial como arroz, maíz, trigo, avena, sorgo y algunas harinas y aceites en bruto, entre los más destacados. El IVA para la medicina prepagada y las pólizas de servicio de salud también baja de 10% a 5%.
- En telefonía local se excluyen del IVA general los primeros 325 impulsos mensuales facturados para los estratos 1 y 2. Asimismo, quedará excluido del pago de IVA, los computadores portátiles o de escritorio, cuyo valor no excedan las 82 unidades de valor tributario (UVT); los dispositivos móviles que no sobrepasen los 43 UVT, al igual que los anticonceptivos para uso femenino.

2. Se crea el impuesto al consumo

La nueva reforma tributaria creó el impuesto al consumo con el objetivo de no generar gravámenes descontables, como en el caso del IVA. Con este nuevo impuesto se gravarán los servicios de expendios de bebidas y comidas, la prestación del servicio de telefonía celular y los vehículos. El nuevo impuesto al consumo no se recaudará en los departamentos del Amazonas ni San Andrés, Providencia y Santa Catalina⁵. Veamos a continuación cada caso:

- Se elimina el IVA de 16% al servicio de restaurantes; en su lugar, se crea el impuesto al consumo con una tarifa

4 Para una mayor comprensión y discusión véase <http://actualicese.com/actualidad/2013/01/28/ley-1607-cambio-el-iva-y-la-retencion-de-renta-para-empresas-temporales-de-aseo-de-vigilancia-y-las-cta/>

5 La excepción será el cobro del impuesto al consumo, en estos entes territoriales, para la venta de yates, naves deportivas y aeronaves particulares, cuyo valor FOB (*free on board*) sobrepase los 30.000 UVT (véanse los artículos 71 y 77 de la nueva ley).

del 8%. Los negocios con franquicia siguen con el 16%, pero no pagan impuesto al consumo⁶.

- El IVA al servicio de telefonía móvil pasa de 20% a 16%, y se le grava un impuesto al consumo de 4%.
- Se rebaja el IVA de 20%, 25% y 35% a todo tipo de vehículos, quedando gravados con un IVA general de 16%. Los vehículos reseñados en los artículos 73 y 74 de la nueva ley se les cobrará el impuesto al consumo del 8% o del 16%⁷.

3. Se modifican los impuestos a los combustibles

La nueva reforma tributaria eliminó el Impuesto Global y el IVA a los combustibles, y creó el impuesto nacional a la gasolina y al ACPM. El nuevo impuesto nacional a la gasolina corriente se fijó en \$1.050 por galón, para la gasolina extra será de \$1.555 por galón y el impuesto nacional al ACPM se liquidará a razón de \$1.050 por galón. Los demás productos definidos como gasolina y ACPM, de acuerdo con la presente ley, y que sean distintos a la gasolina extra, se liquidará a razón de \$1.050 (véase el artículo 168). El ahorro por galón por el cambio de impuestos se estima en \$200. El valor del impuesto nacional se ajustará cada primero de febrero según la inflación del año anterior.

Adicionalmente, quedan exentos del IVA: el alcohol carburante para mezcla con gasolina para automotores; el biocombustible de origen vegetal o animal de producción nacional con destino a su mezcla con ACPM para uso en motores diesel, y los combustibles líquidos distribuidos por el

6 Todas las personas naturales y jurídicas que ofrezcan servicios de comidas y bebidas como restaurantes, bares, griles, cafeterías, panaderías, heladerías y demás negocios, harán parte de la lista de excluidos (no responsables de IVA). A cambio, solo pagarán el impuesto al consumo de 8%, si sus ventas superan los 4.000 UVT en el año respectivo. Si los ingresos brutos del restaurante son menores a 4.000 UVT no es responsable del IVA ni del impuesto al consumo. Se generará un IVA de 16% si el negocio es con explotación bajo franquicia, concesión o regalía y pertenece al régimen común. Al respecto véanse los artículos 78 y 79 de la nueva reforma tributaria.

7 Los vehículos, botes y aerodinos que antes estaban gravados con un IVA de 20%, 25% y 35%, ahora, con la nueva ley, quedaron con una tarifa general de 16%. Adicionalmente, se crea el impuesto al consumo, con una tarifa de 8% para las motocicletas de pistón con cilindradas superiores a los 250 c.c., las pick up (camionetas con platón), automóviles de tipo familiar, camperos y yates y embarcaciones de recreo, cuyo valor FOB sea inferior a US\$30.000, incluyendo sus accesorios (véase artículo el 73). También, se crea el impuesto al consumo de 16% para los vehículos de tipo familiar, camperos, *pick-up*, cuyo valor FOB sea igual o superior a US\$30.000, con sus accesorios. También, quedan gravados con el 16% de impuesto al consumo los globos y aeronaves de uso privado no propulsados con motor, así como las aeronaves de todo tipo (véase el artículo 74). El impuesto nacional al consumo no se cobrará a los vehículos usados de más de cuatro años.

Ministerio de Minas y Energía en los departamentos y municipios ubicados en zonas de frontera (véase el artículo 173).

4. El impacto directo sobre el IPC del cambio en los impuestos a las ventas

Una manera sencilla de identificar la magnitud del impacto inflacionario de la reforma tributaria consiste en modificar directamente la estructura de ponderaciones del IPC en la misma proporción en que se incrementarían los precios de los productos afectados por cambios o nuevos impuesto. Para ello se utilizará la nueva canasta que elaboró el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) en diciembre de 2008 (IPC 08). Cabe anotar que dichas ponderaciones provienen de la encuesta de ingresos y gastos aplicada por el DANE para los años 2006-2007.

Las siguientes expresiones algebraicas explican el procedimiento metodológico adoptado⁸:

$$P_x = \sum_{x=1,n} \delta_x$$

$$P_x^* = \sum_{x=1,n} \delta_x (I + \alpha_x), \text{ siendo:}$$

P_x , Nivel inicial de precios para los bienes x , donde

$x = 1, \dots, n$

δ_x , Es la ponderación de los bienes x , donde $\delta > 0$ y $\delta < 1$

P_x^* , Nivel final de precios de los bienes x

α_x , Incremento en el precio del bien x en el IPC (por cambio en la tarifa del IVA)

Un ajuste (α) en el precio de un bien cualquiera (x) en el IPC se puede transformar en impacto inflacionario, incrementando la ponderación del bien x en (α), que da como resultado un nuevo nivel de precios (P_x^*). El nuevo nivel de precios se compara con el nivel de precio inicial (P_x), verificando el incremento porcentual de P_x^* .

Siguiendo esta metodología, se supone que la totalidad del IVA, o el diferencial de impuestos causado por la nueva ley, se transfieren al precio pagado por el consumidor. En el caso de aquellos bienes o servicios que registran alguna modificación en el IVA, y que además se les aplicó el impuesto al consumo, se toma la diferencia entre el anterior IVA y los nuevos gravámenes (IVA e impuesto al consumo)⁹. En el caso de la

8 La metodología es tomada de Caicedo y Tique (2012). "La nueva fórmula de la gasolina y su potencial impacto en Colombia", Borradores de Economía, núm. 698, Banco de la República, Bogotá, Colombia.

9 Por ejemplo, en el caso de aquellos vehículos que antes tenían un IVA de 25% y que con la nueva ley quedaron con un IVA de 16% más un impuesto al consumo de 8%, se entiende que para este tipo de automotores la caída en el impuesto total es de 1%. De manera similar se deduce una caída en los impuestos de 8% para el servicio de restaurantes, dado que el IVA de 16% se elimina y se reemplaza por un impuesto al consumo de 8%.

gasolina, la estimación de su impacto sobre los precios al consumidor es equivalente al porcentaje que representa los \$200 de menores impuestos sobre el precio de venta al público vigente. Teniendo en cuenta las anteriores consideraciones, el impacto directo de la nueva reforma tributaria es de una caída en el nivel del IPC de 26 puntos básicos (pb) como máximo.

Es importante anotar que este impacto es por una sola vez y que dicha estimación debe tomarse con cautela porque, en primer lugar, la metodología utilizada tiene en cuenta solo el impacto vía precios pero no cantidades. En segundo lugar, esta metodología no contempla los posibles efectos indirectos generados por el cambio de precios de un bien que se extenderían a través de toda la malla productiva.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA DE LARGO PLAZO

Al tercer trimestre de 2012 los precios de la vivienda continuaron registrando fuertes ritmos de crecimiento y el déficit en cuenta corriente se amplió. Al final de año la tasa de cambio real siguió apreciándose y el crédito continuó desacelerándose, aunque desde niveles de endeudamiento altos.

En un esquema de inflación objetivo con un horizonte amplio, y ante la posible formación de algún desequilibrio, la política monetaria debe ser gradual, para así evitar riesgos en la estabilidad macroeconómica de largo plazo.

Las recientes crisis de los Estados Unidos y de Europa han puesto en discusión el papel de la política económica ante la anticipación de desequilibrios macroeconómicos con el fin de prevenir futuras crisis. De esta forma, identificar posibles sobrevaloraciones de activos, excesos de crédito, déficits en cuenta corriente no sostenibles o desalineamientos de la tasa de cambio real de su nivel de largo plazo se vuelve relevante en la medida en que algunos de estos desbalances se observaron recientemente en países desarrollados en presencia de inflaciones bajo control y crecimientos cercanos al potencial.

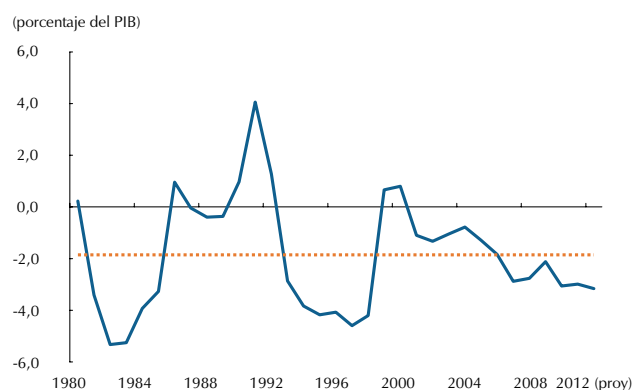
Dada la dificultad para pronosticar con certeza la formación de dichos desbalances, es necesario monitorear con alguna frecuencia las anteriores variables económicas, así como comunicar de manera oportuna su seguimiento con el fin de corregir o, al menos, evitar la profundización de estos desequilibrios. En este sentido, dentro de un esquema de inflación objetivo con un horizonte amplio, y ante la posible formación de algunos de estos desequilibrios, la política monetaria debe ser gradual para así evitar riesgos en la estabilidad macroeconómica de largo plazo.

Como se ha hecho de tiempo atrás, en este capítulo se analizan algunas de las variables económicas consideradas como fundamentales para detectar desequilibrios macroeconómicos. En la última sección se presenta la actualización del índice de desbalances macroeconómicos (IDM) para Colombia, el cual es una herramienta de alerta sobre las posibles vulnerabilidades de una economía al momento de enfrentar choques adversos.

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

Como se mencionó en el primer capítulo de este informe, el déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB de la balanza de pagos se aceleró desde un promedio de 2,7% en el primer semestre de 2012 a 4,0% en el tercer trimestre del mismo año (Gráfico 45). Ello se dio al tiempo con una significativa desaceleración del PIB en el mismo período.

Gráfico 45
Cuenta corriente y promedio histórico



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

Según las estimaciones preliminares realizadas con las cifras de cuentas nacionales al tercer trimestre de 2012, el crecimiento anual del consumo, que es cercano a su promedio histórico y desde niveles ya elevados de este gasto en 2011, contribuyó a que se diera una menor tasa de ahorro de los hogares. Esto último compensó la fuerte caída observada en la inversión (principalmente por el descenso en la construcción de obras civiles y edificaciones) y explicó la ampliación del déficit de cuenta corriente en el tercer trimestre.

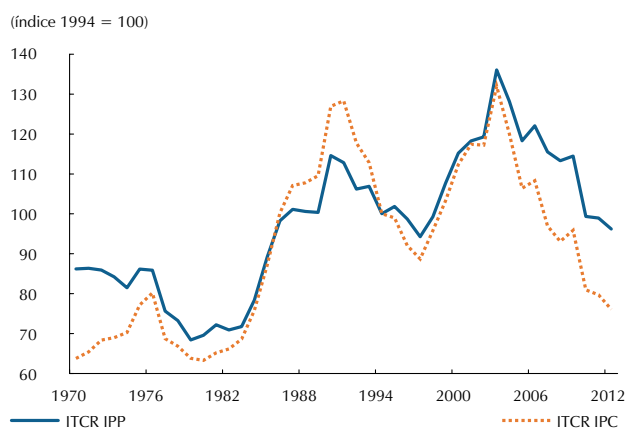
El comportamiento del consumo privado en pesos es, en parte, el reflejo de la dinámica reciente de las importaciones en dólares, las cuales durante el segundo semestre del año (a noviembre) estuvieron lideradas por las compras externas de los bienes de consumo, en especial de los no durables. Este último gasto, que representa algo más del 30% del consumo privado total en el PIB, se aceleró en el tercer trimestre del año.

Por su parte, el gasto de los hogares estuvo soportado por un crédito que creció a tasas importantes y que en el último trimestre del año presentó una tendencia hacia la desaceleración. En cuanto a la inversión, en 2012 las importaciones en dólares de bienes de capital se desaceleraron de forma significativa, excepto las de maquinaria y equipo para la industria que, se aceleraron en pesos al tercer trimestre, según las cifras de cuentas nacionales (Cuadro 4).

Como se anotó en el capítulo II, para el cuarto trimestre de 2012 se espera una moderación en el consumo, la cual impulsaría el ahorro y compensaría alguna recuperación de la inversión. Ello es coherente con un déficit en cuenta corriente menor que el observado en el tercer trimestre. De conservarse las anteriores tendencias, es probable que dicho déficit para todo el año 2012 vuelva a ser liderado

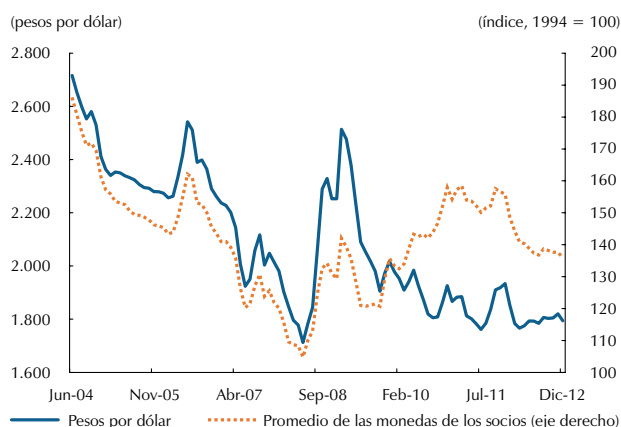
por el desbalance ahorro-inversión del sector privado. Las empresas públicas no financieras mantendrían un superávit en la cuenta corriente gracias al choque positivo en los precios del petróleo, lo que contribuiría, a su vez, a mejorar el balance corriente del Gobierno.

Gráfico 46
Índices de tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 47
Índices de tasa de cambio nominal



Fuente: Banco de la República.

En cuanto al índice de tasa de cambio real (ITCR), en 2012 se registró una apreciación real anual de 2,8%, según el indicador deflactado con el IPP (ITCR-IPP) y de 4,6% anual de acuerdo con el índice que utiliza los precios al consumidor como medida de precios (ITCR-IPC). Lo anterior ha llevado a que el ITCR-IPP se encuentre en los niveles más bajos desde 1998 y a que el ITCR-IPC registre niveles no vistos desde 1984 (Gráfico 46). El indicador de competitividad de las exportaciones colombianas (ITCR-C), que representa la tasa de cambio real multilateral con respecto a los países que compiten con nuestros principales productos de exportación (café, banano, textiles y flores) en el mercado estadounidense se apreció 5,5% en 2012. De esta manera, la moneda colombiana acumula tres años consecutivos de apreciación real.

La apreciación en 2012 fue resultado de una tasa de cambio nominal peso-dólar que pasó, en promedio en el año, de \$1.848 a \$1.798, lo que significó un apreciación nominal de 2,7%. La apreciación del peso frente al promedio de las monedas de los países con los cuales comercia Colombia¹⁴ (ponderado por el comercio no tradicional) fue de 9,6% anual (Gráfico 47). Si solo se tienen en cuenta los países con los cuales compete Colombia en los Estados Unidos, la apreciación frente al promedio de estas monedas fue de 6,5%.

La evolución de los precios relativos (los internos frente a los externos) compensaron en parte las presiones de apreciación. Así, la inflación interna, medida

tanto con el IPC como con el IPP, fue en promedio en 2012 menor que la inflación externa (3,2% frente 9,0% y 0,3% frente 7,9%, respectivamente).

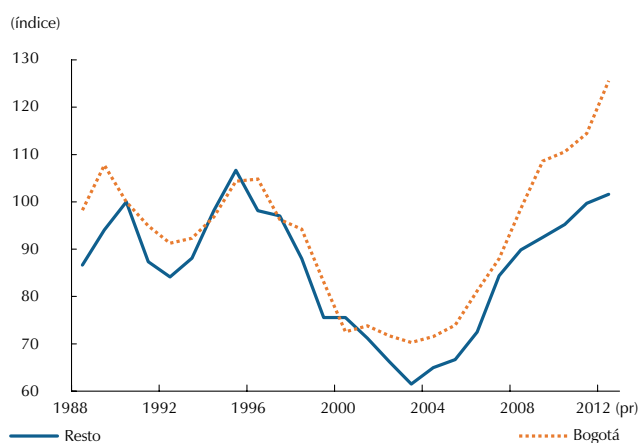
14 El grupo de socios comerciales no es el mismo conjunto de países con los que Colombia compete en sus exportaciones.

B. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA

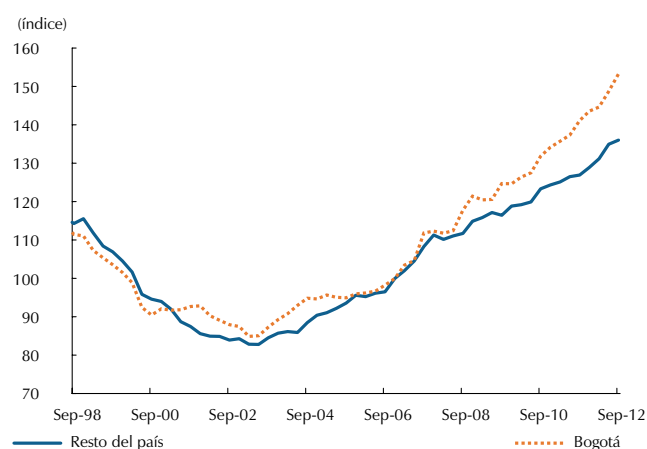
Al tercer trimestre de 2012 los diferentes índices de precios de la vivienda (usada [IPVU] y nueva [IPVN]) continuaron registrando fuertes ritmos de crecimiento, desde niveles que ya eran históricamente altos. Este comportamiento fue jalonado en especial por la dinámica de los precios en Bogotá. De acuerdo con el IPVU, desde 2009 los precios en esta ciudad superaron el máximo registro de los años noventa, con una tasa de crecimiento promedio mayor en 3,2 puntos porcentuales (pp) que la registrada en Medellín y Cali. El nivel promedio del IPVU de estas últimas dos ciudades todavía es ligeramente menor que el registro de 1995. En cuanto a la vivienda nueva, tanto en Bogotá como en el resto del país, los precios volvieron a incrementarse, registrando en 2012 los niveles más altos de la serie. A partir de septiembre de 2008 la tasa de crecimiento del IPVN de Bogotá se situó en promedio 2,2 pp por encima de la del resto del país (Gráfico 48).

Gráfico 48

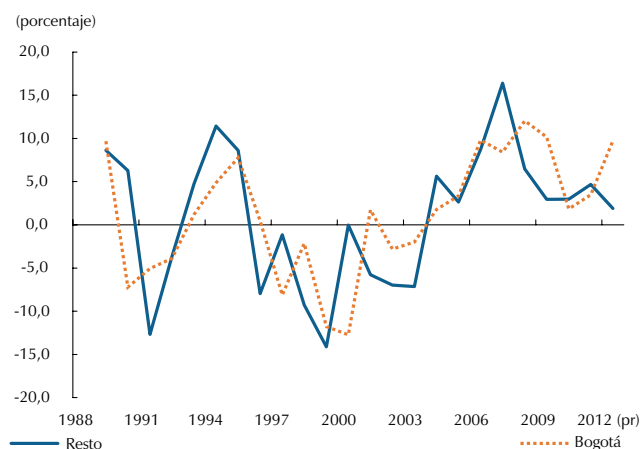
A. Precio de la vivienda usada (IPVU) relativo al IPC



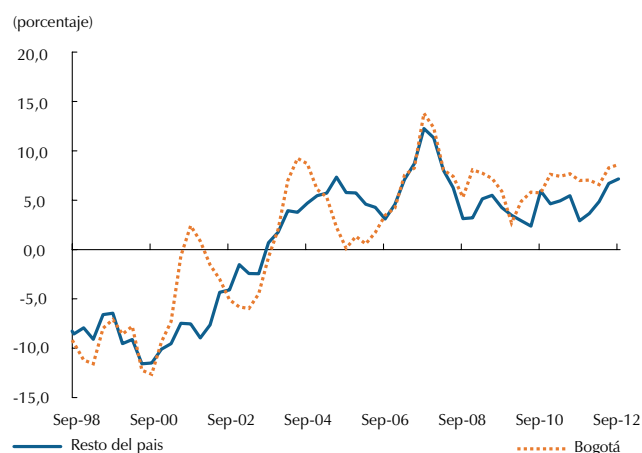
B. Precio de la vivienda nueva (DANE) relativo al IPC



C. Crecimiento anual del precio de la vivienda usada (IPVU)



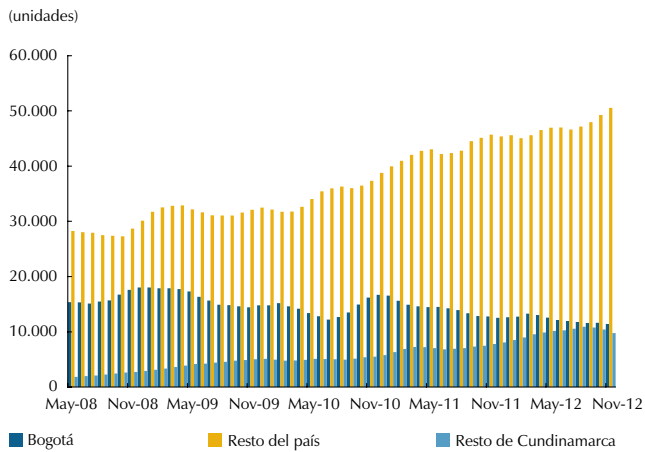
D. Crecimiento anual del precio de la vivienda nueva (DANE)



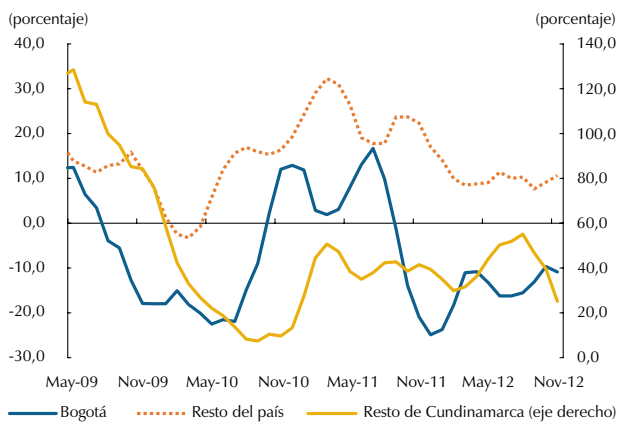
(pr) preliminar.
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 49

A. Oferta de viviendas (promedio móvil tres meses)



B. Crecimiento anual de la oferta



Fuente: Camacol.

Según las cifras de la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol), el anterior comportamiento de los precios se ha gestado en un contexto donde la oferta de vivienda nueva ha presentado una dinámica distinta en las diferentes regiones del país. Así, mientras que en Bogotá dicho indicador se ha contraído desde diciembre de 2010, en el resto del país el número de viviendas ofrecidas se encuentra en niveles altos y crece a tasas anuales alrededor del 10% (Gráfico 49).

Por su parte, la tendencia en el número de lanzamientos de viviendas ha sido decreciente en todas las regiones: en Bogotá desde finales de 2010, en el resto del país desde principios de 2011 y en los municipios cercanos a la capital este descenso comenzó a observarse a mediados del año pasado. Sin embargo, este indicador aún se encuentran en niveles altos en el resto del país, mientras que para Bogotá dicho registro ya se encuentra en los niveles más bajos de los últimos cinco años. El menor dinamismo de esta variable en los próximos meses podría desacelerar la oferta de vivienda en el resto del país y prolongar su caída en Bogotá. En la misma dirección, las expectativas de los constructores se han venido deteriorando. De acuerdo con la encuesta a constructores de Fedesarrollo, el balance de expectativas para la construcción de vivienda acumula tres años con niveles inferiores al promedio y continúa deteriorándose en el margen (Gráfico 50).

Otro factor que sugiere una oferta de vivienda más débil es el empleo en el sector de la construcción, el cual

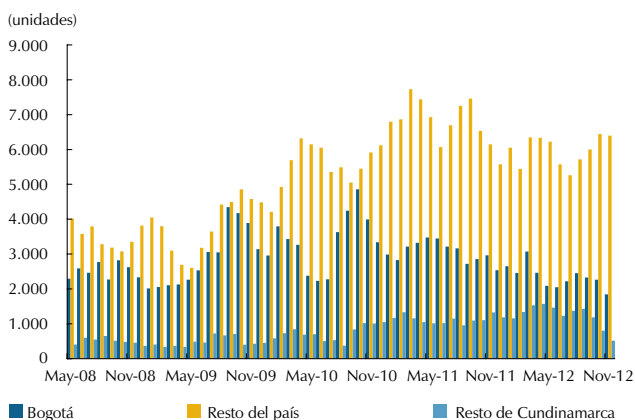
se ha desacelerado en Bogotá y registró una tasa anual negativa en noviembre de 2012 (Gráfico 51). En el resto del país el nivel de empleo en la construcción ha sido más estable y se sitúa en niveles altos. A su vez, los despachos de cemento en Bogotá registraron una fuerte caída en 2012 (-9,9% anual), mientras que en el resto del país estos crecieron 6,2%. En materia de costos, en 2012 el precio del suelo residencial en Bogotá¹⁵ registró un fuerte crecimiento (28,9%), desde una alta base de comparación (Gráfico 52). Los otros costos de la construcción (materiales y mano de obra)¹⁶, tanto en Bogotá como en el resto del país, mostraron una desaceleración marcada desde 2011 con variaciones negativas en términos reales en los últimos tres meses de 2012.

15 Solo se dispone para Bogotá.

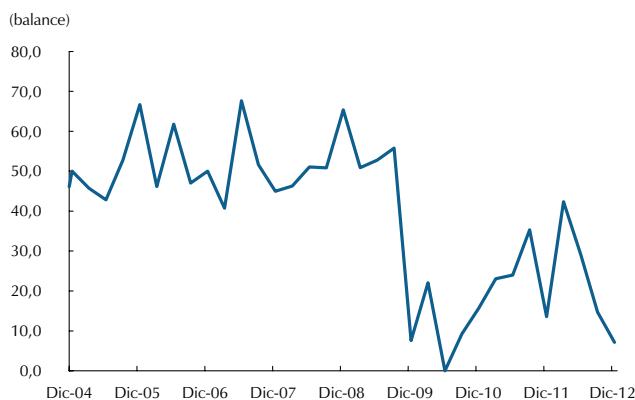
16 Índice de costos de la construcción, con datos del DANE.

Gráfico 50

A. Lanzamientos de proyectos de vivienda (promedio móvil tres meses)

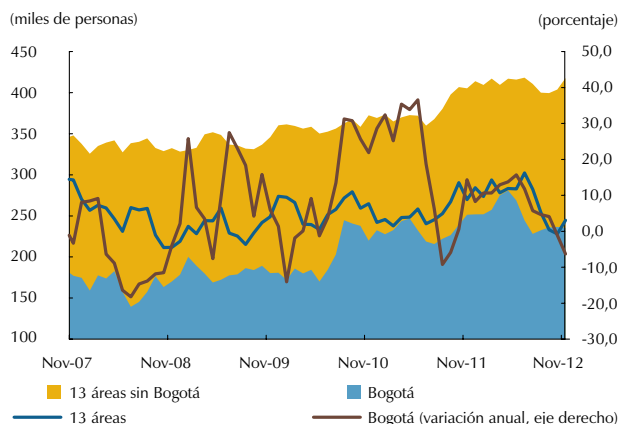


B. Expectativas de construcción de vivienda^{a/}



a/ Pregunta: ¿En el próximo trimestre construiremos con respecto al actual?
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 51
Ocupados en construcción (trimestre móvil)



Fuente: DANE.

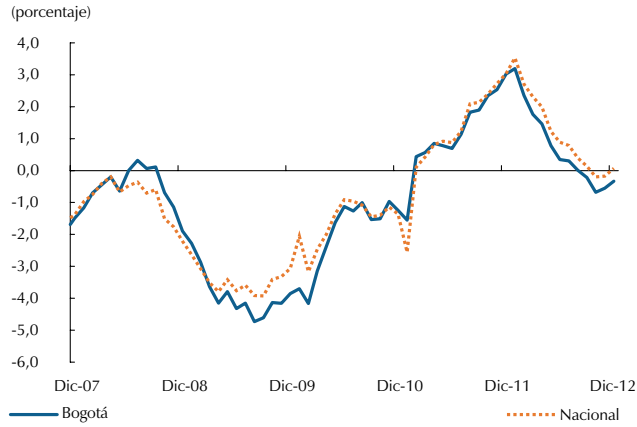
Por el lado de la demanda por vivienda, la información de la encuesta al consumidor de Fedesarrollo muestra una disposición para comprar vivienda en niveles altos, aunque algo inferiores para Bogotá (Gráfico 53). Los altos niveles de empleo, el aumento en el ingreso disponible y la disponibilidad de financiamiento pueden sustentar este resultado. Sin embargo, hacia futuro la reciente desaceleración en el empleo tanto en Bogotá como en el resto del país podría restarle dinamismo a la demanda (Gráfico 54). A su vez, los elevados niveles de endeudamiento de los hogares con relación a su ingreso podrían ser una limitación para la capacidad de compra de vivienda (Gráfico 55).

Los anteriores factores de oferta y de demanda han llevado a que en Bogotá los niveles de ventas de vivienda se hayan reducido desde mediados de 2011, mientras que en el resto del país esta dinámica ha sido menos acentuada y las ventas han permanecido en niveles relativamente altos (Gráfico 56). Este hecho, junto con el comportamiento de los precios, podrían ser coherentes con una restricción de oferta y una demanda alta en Bogotá, lo que ha llevado a que en los últimos años el tiempo de venta permanezca estable en niveles relativamente bajos. Por su parte, en el resto del país el crecimiento sostenido de la oferta, junto con una demanda estable (pero fuerte), pudo haber incrementado el número de meses para vender la oferta disponible (Gráfico 57).

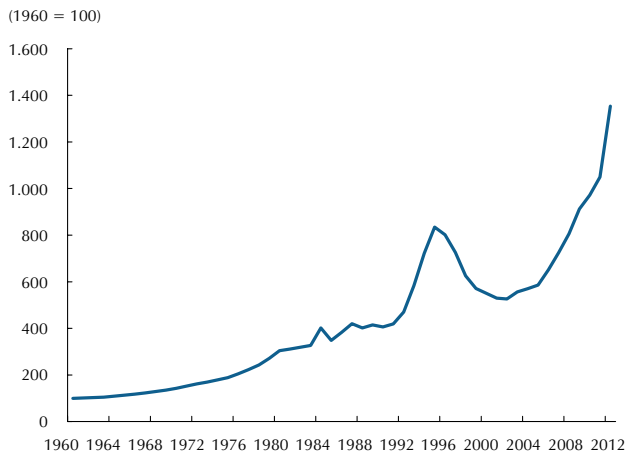
En conclusión, en Bogotá la caída de la oferta de vivienda, junto con unos precios del suelo creciendo a tasas muy elevadas y una demanda fuerte, podría estar explicando el mayor incremento de precios. En el resto del país, una demanda alta, aunque con una oferta mayor, estaría sosteniendo tasas de crecimiento de los precios positivas, pero inferiores a las observadas en Bogotá. Hacia el futuro el deterioro en las perspectivas de oferta de vivienda en el nivel nacional sugiere mayores precios en 2013. Sin embargo, los menores pronósticos de crecimiento, el nivel de endeudamiento de los hogares y la desaceleración en el empleo podrían reducir la demanda y compensar dicho incremento.

Gráfico 52

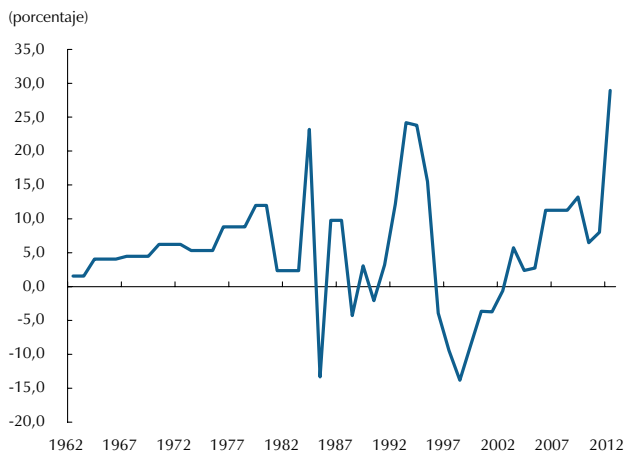
A. Variación anual de los costos de construcción de vivienda relativos al IPC



B. Precio del suelo residencial en Bogotá relativo al IPC

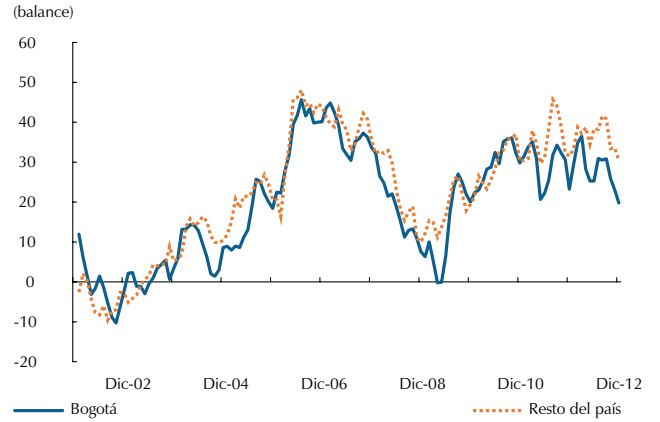


C. Variación anual del precio del suelo



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

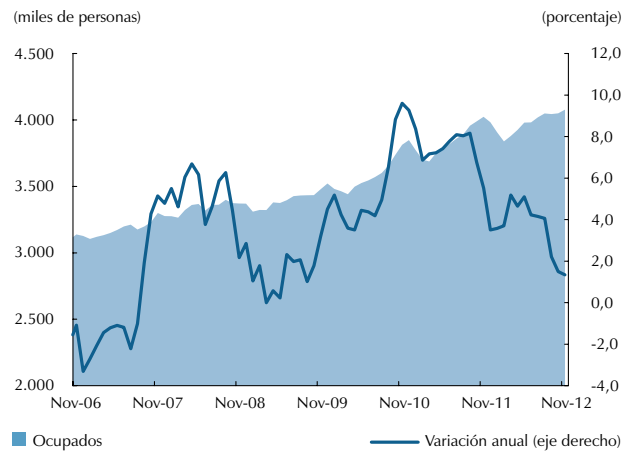
Gráfico 53
Disposición para comprar vivienda (promedio móvil tres meses)



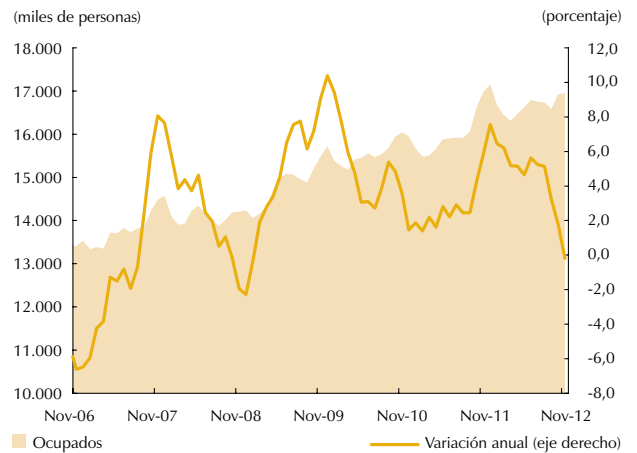
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 54
Ocupados

A. Bogotá

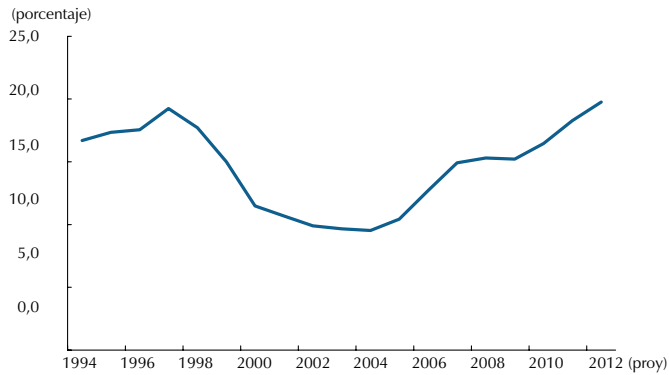


B. Resto del país



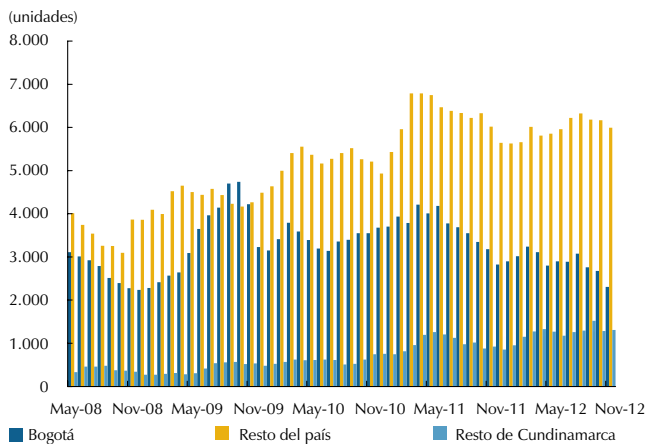
Fuente: DANE.

Gráfico 55
Cartera bruta/ingreso disponible de los hogares

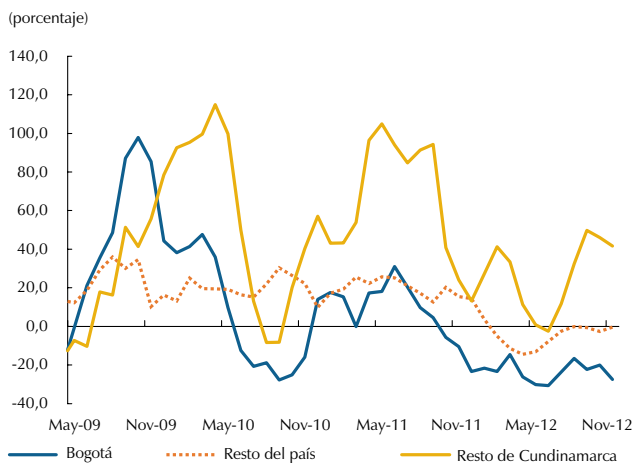


(proy) proyectado.
Fuentes: DANE y Superintendencia financiera de Colombia; cálculos Banco de la República.

Gráfico 56
A. Ventas de viviendas
(promedio tres meses)



B. Crecimiento anual de las ventas



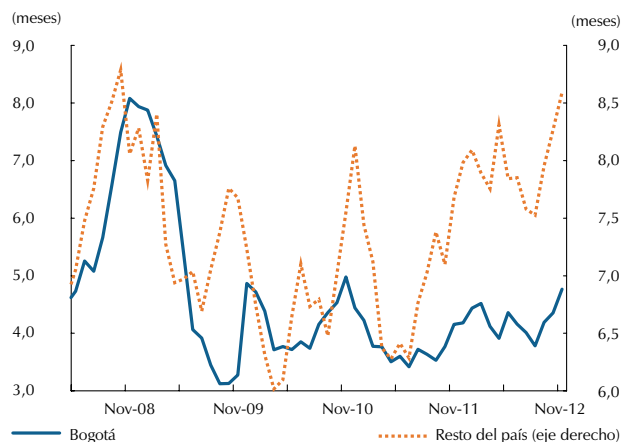
Fuente: Camacol.

C. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

Durante el último trimestre de 2012 el crédito bancario continuó desacelerándose, al crecer 15,2% en términos anuales frente a 16,4% en el tercer trimestre del año. Esta disminución en la tasa de crecimiento se dio especialmente en el crédito destinado al consumo y, en menor medida, en el comercial y en el hipotecario, a pesar de que en el margen estos últimos han aumentado su ritmo de expansión (Gráfico 58). En cuanto a la profundización financiera, medida con la relación de cartera a PIB, esta continuó incrementándose en 2012 y se estima que se encuentre alrededor del 37%, con un aumento significativo en el crédito de consumo, el cual pasó de representar el 7% del PIB en 2006 a ser más del 10% en 2012.

En términos de riesgo y mora, en todos los casos las medidas continúan en niveles bajos, aunque han dejado de caer, especialmente en microcrédito y consumo, donde las tasas de crecimiento son mayores a las de la cartera bruta. Con respecto al cubrimiento que tienen los bancos, las provisiones sobre cartera están en niveles mayores al 70% y la relación de solvencia es superior al mínimo requerido por la Superintendencia Financiera. Por otra parte, según la encuesta de la situación del crédito del Banco de la República a diciembre de 2012 los intermediarios financieros han aumentado recientemente sus exigencias para otorgar crédito y en el caso del crédito de consumo opinan que las incrementarán en los próximos tres meses.

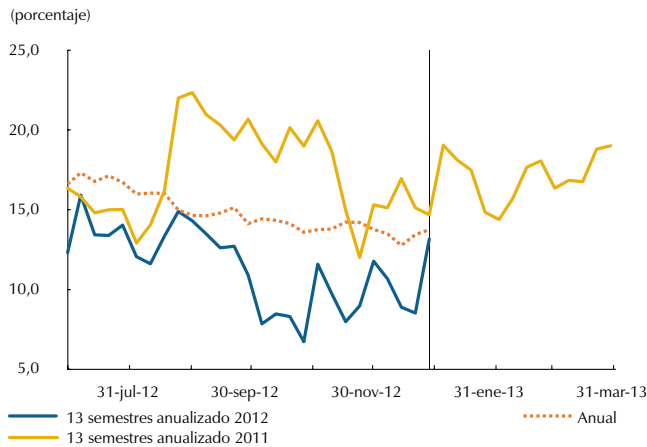
Gráfico 57
Meses para vender la oferta disponible



Fuente: Camacol.

Gráfico 58

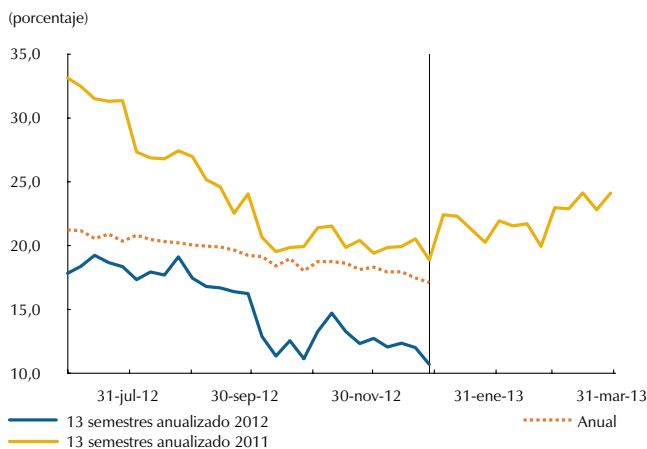
A. Cartera comercial m/n
(desestacionalizada, variación anual)



B. Cartera hipotecaria
(desestacionalizada, variación anual)



C. Cartera de consumo
(desestacionalizada, variación anual)



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

D. ÍNDICE DE DESBALANCES MACROECONÓMICOS (IDM)

El IDM intenta resumir en un solo indicador la posible formación de desequilibrios estimados a partir de cuatro variables: la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y el crédito. Para tal efecto, se calcula una brecha (estandarizada) para cada una de ellas, definida como la diferencia entre el valor observado y su estimación de largo plazo¹⁷. Posteriormente, se calcula un promedio ponderado de las mismas, usando para tal efecto la metodología de componentes principales¹⁸.

En el análisis del IDM es importante tanto el nivel como el tiempo que se ha mantenido positivo el indicador. En el primer caso, el IDM ofrece un indicio de la presencia y del tamaño del desequilibrio en un punto dado y la posibilidad de inferir si en el margen su nivel se está acelerando o no. No obstante, debido a que varios de los componentes del IDM se estiman con filtros estadísticos, las series pueden cambiar al igual que las señales que da en el margen¹⁹. En este contexto, una señal más estable es observar la suma de los valores positivos del IDM, indicador que podría interpretarse como la acumulación de los desbalances. Aplicando esta última metodología a once países, los autores del índice²⁰ encontraron que mayores acumulaciones del IDM incrementan la probabilidad de que se presente una caída futura en el producto.

Otro aspecto por destacar es la relación que debería tener el IDM con la brecha del PIB. En teoría, la correlación debería ser positiva, ya que en épocas de auge económico los agentes son más dados a adqui-

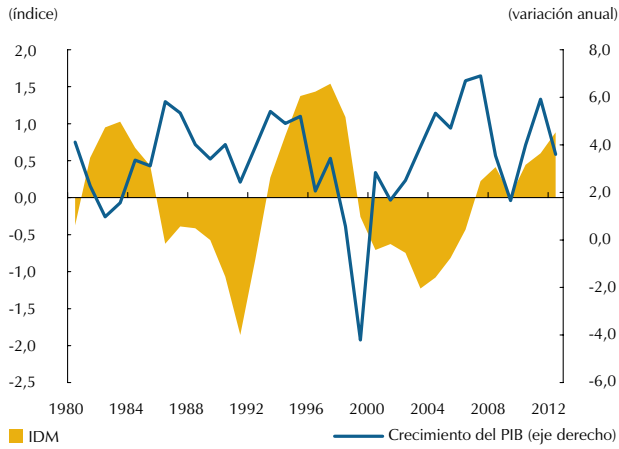
17 Excepto para la cuenta corriente y la tasa de cambio, la cual se calcula al contrario.

18 Como los niveles de largo plazo de las variables no son observables, no se pueden calcular intervalos de confianza para el IDM, hecho que no permite tener una medida de certidumbre del indicador.

19 Por ejemplo indicar aceleración en una fecha y posteriormente desaceleración para la misma fecha.

20 Arteaga C., Huertas C. y Olarte S. (2012), “Índice de desbalance macroeconómico”, Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República, Colombia.

Gráfico 59
Índice de desbalance macroeconómico (IDM) y crecimiento del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

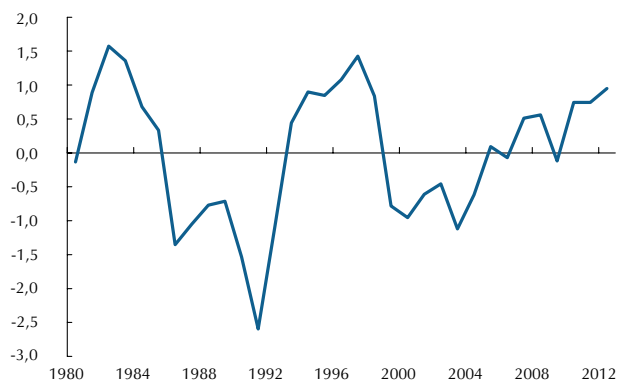
rir activos con un mayor apalancamiento. También, brechas positivas podrían ser coherentes con una mayor absorción, con una ampliación en el déficit en la cuenta corriente y una apreciación real. Sin embargo, las diferencias en los ciclos de las variables, la formación de expectativas de los agentes, las innovaciones y los cambios regulatorios, entre otros factores, pueden implicar una acumulación de desbalances, al tiempo que se presenta una brecha negativa. Así, por ejemplo, en los primeros años de la década de los noventa el IDM inició un período de acumulación de desbalances, pero la brecha del producto permaneció negativa. Entre 2008-2009 el IDM disminuyó su ritmo de crecimiento, pero fue positivo y la estimación de brecha fue negativa.

Las nuevas estimaciones del IDM muestran que en 2012 el indicador se aceleró (Gráfico 59). Pese a ello, la suma de sus valores desde 2006 fue similar al agregado obtenido un trimestre atrás, lo que indicaría que la acumulación de desbalances no se alteró. En 2012 los desequilibrios para las cuatro variables analizadas se acentuaron (Gráfico 60). La aceleración de la brecha en la cuenta corriente se explica por una estimación de equilibrio del déficit menor (-2,0% actual frente a -2,1% anterior) y por un valor observado que pasó de -2,7% en el primer semestre de 2012 a -3,2% en lo proyectado para todo el año. La anterior ampliación en el déficit afectó, a su vez, la estimación de equilibrio de la tasa de cambio real (TCR). Así, a pesar de que en el segundo semestre del año la TCR observada (medida tanto con el IPP como con el IPC) se devaluó frente al primer semestre, la estimación de equilibrio se corrigió en mayor medida, generando así una ampliación en la brecha de dicha variable.

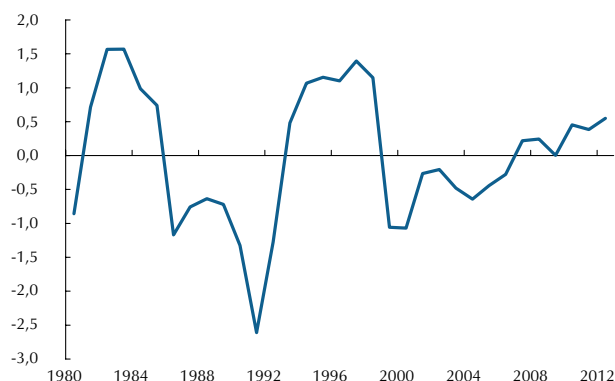
En cuanto a los precios de la vivienda, tanto el menor crecimiento del PIB como los más bajos costos de construcción generaron un menor crecimiento de su valor de largo plazo frente al aumento de los precios observados, hecho que explicó una mayor brecha. Con respecto al crédito, a pesar de la desaceleración observada en el segundo semestre de 2012, sus crecimientos siguen siendo significativos y, desde un nivel de cartera real per cápita que es históricamente elevado, implicaron una ampliación de la brecha.

Gráfico 60

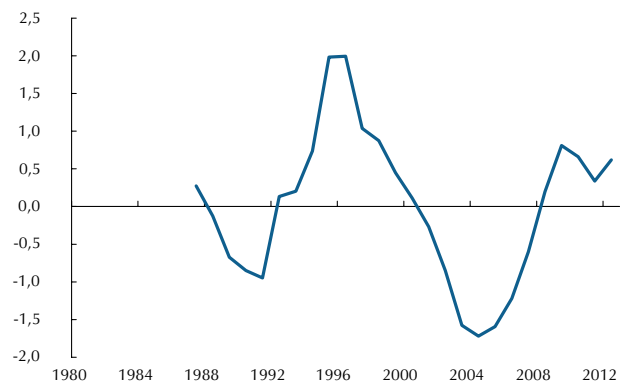
A. Brecha estandarizada de la tasa de cambio real



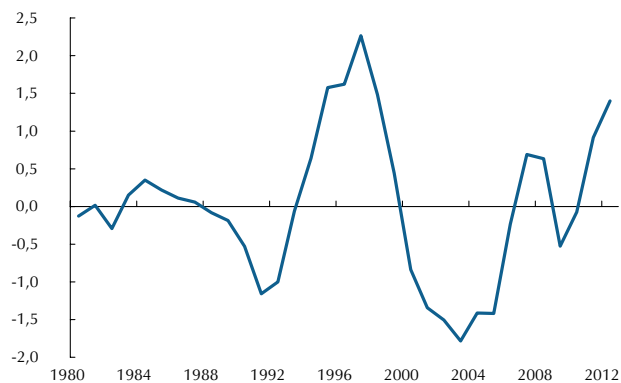
B. Brecha estandarizada de la cuenta corriente



C. Brecha estandarizada de los precios de la vivienda



D. Brecha estandarizada del crédito



Fuente: cálculos del Banco de la República.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2013 y 2014. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta enero de 2013.

1. Proyecciones para 2013

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,4% frente a 4,7% estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. De la misma forma, las entidades extranjeras consultadas proyectan en promedio una expansión del PIB de 4,3%.

Cuadro A1
Proyecciones para 2013

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	4,4	3,1	1.795	4,4	(2,5)	10,5
Anif ^{a/}	4,3	3,0	n.d	4,6	(2,4)	10,5
Banco de Bogotá	4,5	3,0	1.800	4,5	(2,0)	10,2
Bancolombia	4,0	3,3	1.780	4,3	(2,7)	9,3
BBVA Colombia ^{a/}	4,4	2,6	1.760	4,1	(2,0)	10,0
Corficolombiana	4,8	3,1	1.750	5,0	(2,1)	9,8
Corpbanca ^{b/ c/}	4,6	2,6	1.750	5,0	(2,4)	10,6
Corredores Asociados	4,2	2,7	1.750	4,3	(2,4)	9,6
Correval	5,0	2,7	1.830	5,0	(0,7)	10,1
Davivienda ^{a/}	4,1	2,5	1.800	4,1	(2,4)	10,1
Fedesarrollo ^{a/}	4,3	3,1	1.825	4,3	(3,4)	9,7
Ultrabursátiles	4,6	2,7	1.780	5,0	n.d	9,5
Promedio	4,4	2,9	1.784	4,5	(2,3)	10,0
Analistas externos						
Citi ^{a/}	4,5	3,0	1.775	4,9	(2,4)	10,6
Deutsche Bank	4,3	3,0	1.740	n. d.	(1,2)	n. d.
Goldman Sachs	4,2	3,0	1.800	4,0	(2,2)	n. d.
JP Morgan	4,0	2,5	1.775	4,5		n. d.
Promedio	4,3	2,9	1.773	4,5	(1,7)	10,6

n.d., no disponible.

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

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

c/ Antiguamente Banco Santander.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2014

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,7	3,9	1.750
Anif	4,5	3,3	n. d.
Banco de Bogotá	5,0	3,0	1.838
Bancolombia	4,7	4,6	1.814
BBVA Colombia	5,0	2,9	1.765
Corficolombiana	5,5	3,5	1.775
Corpbanca ^{a/}	4,9	2,8	1.745
Corredores Asociados	4,6	3,1	1.780
Correval	4,7	3,0	1.850
Davivienda	5,2	3,0	n. d.
Fedesarrollo	4,5	3,3	1.804
Ultrabursátiles	4,8	3,1	1.780
Promedio	4,8	3,3	1.790
Analistas externos			
Citi	5,5	3,2	1.800
Deutsche Bank	5,0	3,1	1.730
Goldman Sachs	4,8	3,0	1.818
JP Morgan	n. d.	n. d.	1.825
Promedio	5,1	3,1	1.793

n.d. no disponible.

a/ Antiguamente Banco Santander.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales al igual que los extranjeros prevén un incremento de 2,9% en los precios al finalizar 2013. Este valor se encuentra dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2013 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año con un valor promedio de \$1.784 frente a \$1.812 estimado en la encuesta contemplada en el informe anterior. Por su parte, los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$1.773 para el cierre de año.

Para la tasa de depósitos a término fijo (DTF), todos los analistas locales proyectan valores de promedio 4,5%. Adicionalmente, estos analistas esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,0%.

2. Proyecciones para 2014

Para 2014 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 4,8% y los extranjeros uno de 5,1%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros proyectan 3,3% y 3,1%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de \$1.790 y \$1.793, respectivamente.