



INFORME SOBRE INFLACIÓN



Septiembre de 2012

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2012*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 26 de octubre de 2012.

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

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Coyuntura internacional	15
B. Balanza de pagos	24
Recuadro 1: Comportamiento del ciclo económico reciente para algunas economías de América Latina	29
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	32
A. El PIB en el segundo trimestre de 2012	32
B. Pronóstico de corto plazo del PIB	37
Recuadro 2: Una primera aproximación a la identificación de choques temporales de oferta en la industria colombiana	42
III. Desarrollos recientes de la inflación	45
A. La inflación básica	47
B. Inflación de alimentos	50
IV. Pronósticos de mediano plazo	51
A. Crecimiento económico	51
B. Inflación	56
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	63
A. Cuenta corriente	64
B. Tasa de cambio real	66
C. Evolución de los precios de la vivienda	67
D. Evolución del crédito	69
E. Índice de desbalance macroeconómico	70
Recuadro 3: Medidas de largo plazo de la tasa de cambio real	72
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	76

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índices de confianza en la zona del euro	16
Gráfico 2	Crecimiento anual de los depósitos bancarios en Alemania y España	16
Gráfico 3	PIB real de los Estados Unidos	17
Gráfico 4	Mercado laboral en los Estados Unidos	18
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 diez años para algunos países europeos	20
Gráfico 8	Índice de tasa de cambio nominal para algunas economías de América Latina	20
Gráfico 9	Precios internacionales del petróleo (Brent)	21
Gráfico 10	Precios internacionales del trigo, la soya y el maíz	21
Gráfico 11	Exportaciones totales	25
Gráfico 12	Exportaciones industriales y otros	26
Gráfico 13	Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto	26
Gráfico 14	Importaciones de bienes (FOB)	26
Gráfico 15	Producto interno bruto	32
Gráfico 16	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	36
Gráfico 17	Índice de confianza del consumidor	37
Gráfico 18	Muestra mensual del comercio al por menor	37
Gráfico 19	Tasas de interés reales de los hogares	38
Gráfico 20	Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil junio-julio-agosto)	38
Gráfico 21	Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil desestacionalizado)	38
Gráfico 22	Empleo por tipo de ocupación	39
Gráfico 23	Índice de producción industrial sin trilla de café	39
Gráfico 24	Indicadores de pedidos y existencias de la industria	40
Gráfico 25	Producción de petróleo	40
Gráfico 26	Imaco: indicador líder 5 meses del PIB	41
Gráfico 27	Inflación total al consumidor	45
Gráfico 28	IPP por procedencia	47
Gráfico 29	Salarios nominales	47
Gráfico 30	Indicadores de inflación básica	48
Gráfico 31	Inflación anual de regulados y sus componentes	48
Gráfico 32	Inflación anual de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	49
Gráfico 33	Inflación anual de no transables	49
Gráfico 34	Inflación anual de alimentos	50
Gráfico 35	Inflación de alimentos por grupos	50
Gráfico 36	<i>Fan chart</i> del crecimiento del PIB	55
Gráfico 37	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	55

Gráfico 38	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	55
Gráfico 39	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	57
Gráfico 40	Inflación observada y expectativas de inflación	57
Gráfico 41	Expectativas de inflación derivadas de los TES	58
Gráfico 42	<i>Fan chart</i> de la inflación total	60
Gráfico 43	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	60
Gráfico 44	Cuenta corriente observada y promedio histórico	65
Gráfico 45	Brecha de la cuenta corriente	66
Gráfico 46	Tasa de cambio real y promedios históricos	66
Gráfico 47	Brecha de la TCR	67
Gráfico 48	Índices de precios de la vivienda relativos al IPC	68
Gráfico 49	Precio del suelo residencial en Bogotá (relativo al IPC)	68
Gráfico 50	Brecha de la vivienda	69
Gráfico 51	Cartera bruta	69
Gráfico 52	Brecha del crédito	70
Gráfico 53	Índice de desbalance macroeconómico (IDM) y crecimiento del PIB	71

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	46

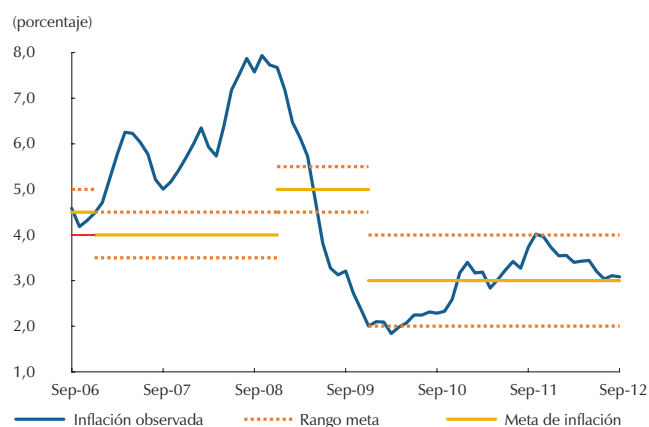
EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En septiembre de 2012 la variación anual del IPC, las medidas de inflación básica, las expectativas a diferentes plazos y la proyección de la inflación a diciembre se situaron cerca del punto medio del rango meta (3%).

Al finalizar el tercer trimestre la inflación anual se situó en 3,08%, cifra 12 puntos básicos (pb) inferior que el resultado de junio (Gráfico A). Este comportamiento se explicó por el menor aumento anual del índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos, rubro que aumentó 4,22% en junio y 3,63% en septiembre.

El IPC sin alimentos y las otras tres medidas de inflación básica anual aumentaron en el trimestre. En septiembre el promedio de estos cuatro indicadores se ubicó en 3,16%, resultado que superó en 14 pb al dato de junio.

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Dentro del IPC sin alimentos, los transables se mantuvieron relativamente estables en el trimestre al aumentar 1,09% anual en septiembre. En el mismo período los no transables se aceleraron desde 3,62% a 4,02%, grupo donde se destaca el IPC de arriendos, que completó más de un año con variaciones anuales crecientes y ya cercanas al techo del rango meta. Los precios de los bienes y servicios regulados aumentaron 3,63% en septiembre, siendo el único grupo que se desaceleró en el trimestre (-61 pb), debido a los menores ajustes de la energía y del gas. Las expectativas de inflación con horizonte a un año y que resultan de la encuesta aplicada a analistas se redujeron desde 3,37% en julio a 3,23% en octubre. Las derivadas de los papeles de deuda pública con plazos a 2, 3 y 5 años se incrementaron y se situaron en tasas cercanas al 3%.

En materia de crecimiento, el aumento del producto interno bruto (PIB) en el segundo trimestre (4,9% anual) superó al rango estimado por el equipo técnico (entre 3,3% y 4,8%). Esta subestimación obedeció a la dinámica de la demanda interna (6,4% anual) superior a la proyectada, principalmente por el consumo público y la inversión en obras civiles.

Las cifras de actividad económica del tercer trimestre sugieren que el aumento anual del PIB será menor, en parte, como resultado de una base alta de comparación, registrada en el tercer trimestre de 2011. Los datos de comercio al por menor, de compra de vehículos, de percepción de los comerciantes y de confianza de los hogares sugieren una desaceleración en el consumo privado. Sin embargo, el buen desempeño de las importaciones de consumo, del crédito dirigido a este gasto y del mercado laboral indican que esta desaceleración no sería tan marcada. En el caso de la inversión, las importaciones de bienes de capital y el aumento del crédito hipotecario y del comercial indican que la construcción y otros rubros de la inversión aumentarán a buen ritmo.

La desaceleración de la cartera en moneda nacional, con aumentos anuales a septiembre que superan el crecimiento nominal del PIB estimado para el presente año, se ha dado junto a unas tasas de interés reales de crédito cercanas a los promedios calculados desde 2000 (exceptuando tarjetas de crédito).

En el contexto externo, los indicadores de actividad económica del tercer trimestre confirman la debilidad de la economía mundial. La economía de Europa se sigue contrayendo y la de los Estados Unidos crece a un ritmo moderado. La desaceleración observada en algunos de los países emergentes de mayor tamaño parece estar estabilizándose. En este contexto, y sin presiones inflacionarias, cabe esperar que las tasas de interés externas se mantengan bajas por un período prolongado.

Las condiciones financieras internacionales mejoraron a lo largo del trimestre, en parte por las acciones de política de los principales bancos centrales del mundo. La volatilidad ha disminuido y los precios de algunos activos aumentaron. No obstante, la incertidumbre asociada con los problemas de las finanzas públicas y de los bancos en algunas economías avanzadas continúa siendo alta.

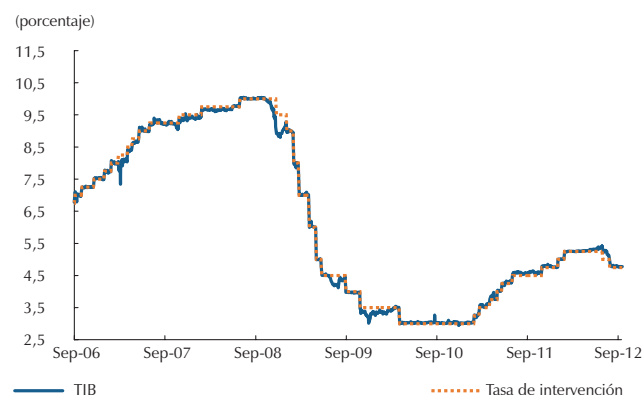
A pesar del menor crecimiento mundial, el precio internacional del petróleo y otros productos básicos permanecen altos, con lo cual los términos de intercambio de Colombia continúan elevados y estimulan el ingreso nacional. De todos modos, al igual que en otros países, la debilidad de la economía mundial se ha visto reflejada en el menor crecimiento de las exportaciones y de la producción industrial en Colombia.

Con este desarrollo interno y externo, el equipo técnico espera que en el tercer trimestre se registre un crecimiento anual del PIB entre 3,3% y 4,8%, con 3,9% como cifra más probable. Pese a las señales de desaceleración, la expansión en los trimestres siguientes continuará impulsada por la demanda interna. Un sistema financiero saludable, la confianza de los hogares y un mercado laboral dinámico

seguirán apoyando el aumento del consumo. Por su parte, los precios de los bienes básicos, los niveles de confianza, la disponibilidad de financiamiento interno y externo y la inversión extranjera directa contribuirán al dinamismo de la inversión.

Para todo 2012 el equipo técnico proyecta un rango de crecimiento del PIB entre 3,7% y 4,9%, con el punto central de este intervalo como cifra más factible. Para 2013 el crecimiento estaría alrededor del 4,0%, pero con un rango de pronóstico más amplio y sesgado hacia la parte inferior (entre 2% y 5%), el cual refleja la posibilidad de que se presente una recesión profunda en la zona del euro con impactos significativos sobre la economía colombiana.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
(2006-2012)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 13 de octubre de 2012.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Los anteriores hechos de precios y crecimiento reflejan una economía con una inflación, sus expectativas y proyecciones cercanas a la meta de largo plazo (3%) y con una brecha de producto cercana a cero. Las tasas de interés de crédito se encuentran cercas a los promedios calculados desde 2000, junto a unos precios de la vivienda históricamente altos. El mayor riesgo sobre la actividad económica del país continúa siendo una fuerte recesión en Europa, aunque al parecer su probabilidad de ocurrencia ha disminuido, dadas las acciones de las autoridades europeas y las reacciones de los mercados en ese continente. Con este panorama macroeconómico, la Junta Directiva decidió reducir la tasa de interés de referencia en julio y agosto, desde 5,25% a 4,75%. En septiembre y octubre no la modificó (Gráfico B).

Para suministrar más liquidez permanente a la economía, el 24 de agosto la Junta decidió que hasta septiembre compraría US\$700 millones mediante el mecanismo de subastas diarias de, al menos, US\$20 millones. El 28 de septiembre decidió que entre el 1 de octubre y el 29 de marzo de 2013 compraría, al menos, US\$3.000 millones con el mismo mecanismo.

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

José Darío Uribe Escobar
Gerente General
Banco de la República

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

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

El crecimiento de las economías desarrolladas se habría debilitado nuevamente entre julio y septiembre por causa del pobre dinamismo de Europa y Japón.

Los anuncios de los bancos centrales de Europa y los Estados Unidos han ayudado a reducir la volatilidad en los mercados internacionales de capital, así como las presiones sobre la deuda pública en los países de la periferia.

En términos generales, los pronósticos de crecimiento económico de los principales socios comerciales de Colombia se mantuvieron constantes; sin embargo, los riesgos continuaron a la baja.

A. COYUNTURA INTERNACIONAL

1. Actividad real

Como se anticipó en el *Informe sobre Inflación* de junio, en el segundo trimestre del año la economía global continuó debilitándose, especialmente en los países desarrollados y en aquellos con mayor exposición a la crisis de la zona del euro. Pese a ello, algunas economías de América Latina evidenciaron tasas de crecimiento favorables, gracias al mayor dinamismo de su demanda interna, lo que logró contrarrestar la desaceleración o contracción de sus exportaciones.

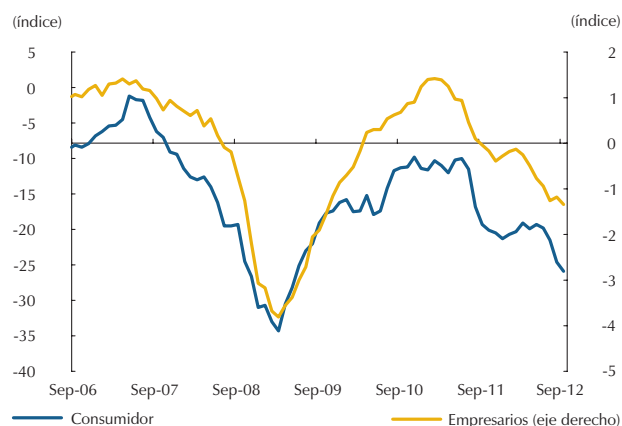
Con cifras al tercer trimestre, la actividad manufacturera y el comercio global siguieron deteriorándose; situación que, sumada a la baja recuperación de la confianza, estaría indicando una nueva desaceleración de la actividad global. En este contexto, la expansión de las economías desarrolladas se habría debilitado de nuevo entre julio y septiembre por causa del pobre dinamismo de Europa y Japón, al igual que por el modesto crecimiento en los Estados Unidos. Para el caso de las economías emergentes, la expansión también se habría moderado como consecuencia de una desaceleración en China y un bajo dinamismo de Brasil.

*La actividad
manufacturera
y el comercio
global siguieron
deteriorándose en el
tercer trimestre.*

El mayor nerviosismo que reinó durante el segundo trimestre, y que tuvo su origen en la posible salida de Grecia de la zona del euro, se redujo en los últimos meses debido a los avances en los temas de integración bancaria de la región y por la mayor disposición del Banco Central Europeo (BCE) a apoyar a las economías de la periferia, en especial a España e Italia. Esto ha ayudado a disminuir las presiones sobre la deuda pública de estos países, aunque no ha logrado reducir la incertidumbre a niveles tolerables.

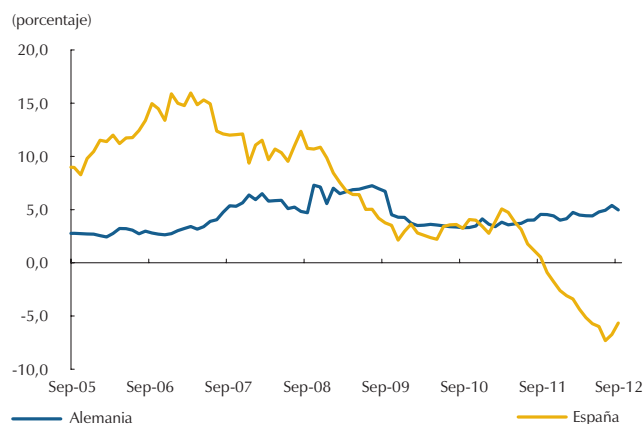
Durante el segundo trimestre del año el producto interno bruto (PIB) de la zona del euro se contrajo tanto en términos anuales como trimestrales. En esta ocasión la expansión de la economía alemana no fue suficiente para contrarrestar la recesión de otros países de la región; por el contrario, la crisis europea afectó de nuevo el comportamiento de esta economía, que completó varios trimestres desacelerándose. La información disponible para el tercer trimestre corroboró estas tendencias, como lo sugieren los índices de actividad en los sectores de manufacturas y servicios en la zona euro, los cuales permanecieron en terreno contractivo (con cifras a septiembre), mientras que la confianza de empresarios y consumidores de la región se volvió a deteriorar (Gráfico 1).

Gráfico 1
Índices de confianza en la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2
Crecimiento anual de los depósitos bancarios en Alemania y España



Fuente: Bloomberg.

En los últimos meses, el débil panorama de los países de la periferia afectó de nuevo a sus mercados laborales e incrementó las presiones sobre los gobiernos de turno. En este sentido, en España y Grecia la tasa de desempleo alcanzó nuevos máximos históricos, lo que ha generado descontento en la sociedad, en especial en lo relacionado con las medidas de austeridad implementadas en los últimos años.

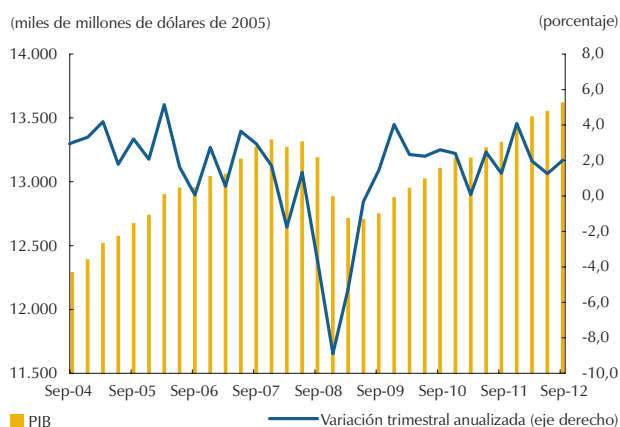
Las preocupaciones sobre la estabilidad de la zona del euro se han trasladado a España, país que enfrenta dificultades en su sistema financiero, cuyas presiones en los mercados de deuda pública continúan siendo elevadas. Sin embargo, la incertidumbre sobre la permanencia de Grecia en la unión monetaria se ha reducido y las autoridades europeas han mostrado mayor disposición para apoyar una salida menos traumática de la crisis de dicho país.

Las discrepancias en términos de crecimiento y estabilidad financiera entre los países de la periferia y el resto ha incrementado la fragmentación financiera en la región, lo cual se ha evidenciado en una salida de capitales y en una caída en los depósitos bancarios en países como Grecia y España: los depósitos se han dirigido hacia las entidades financieras de países más estables, como Alemania (Gráfico 2). Lo anterior también se ha

traducido en una transmisión desigual de la política monetaria, pues mientras que los bancos alemanes enfrentan tasas de financiamiento bajas, los de los países endeudados asumen mayores costos. Esto ha limitado la expansión del crédito en las economías periféricas y ha disminuido sus fuentes de fondeo.

Con el fin de ofrecer una salida a la crisis, las autoridades europeas han seguido avanzando en su agenda de integración, especialmente en el tema bancario. Asimismo, el parlamento alemán ratificó la creación de un mecanismo europeo de estabilidad, que funcionaría como un fondo de rescate permanente y que podría capitalizar de manera directa a la banca comercial (una vez entre en funcionamiento el organismo de supervisión bancaria de la región). Aunque la agenda sobre la mayor unidad fiscal parece congelada, los anuncios del BCE, en el sentido de que está dispuesto a efectuar compras ilimitadas de deuda pública, han sido interpretados como una solución de corto plazo.

Gráfico 3
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Por su parte, en los Estados Unidos el crecimiento del tercer trimestre se aceleró, pasando de 1,3% trimestral anualizado (t.a.) entre abril y junio a 2% t.a. entre julio y septiembre; pese a ello, la expansión de la economía continúa siendo modesta (Gráfico 3). La mayor expansión, superior a la esperada por los analistas, se presentó gracias a una aceleración en el consumo de los hogares y un incremento en el gasto del gobierno, el cual repuntó después de haberse contraído durante ocho trimestres seguidos. Por el lado del sector externo, tanto las exportaciones como las importaciones disminuyeron, evidenciando la mayor transmisión de la crisis europea y del debilitamiento de la economía global.

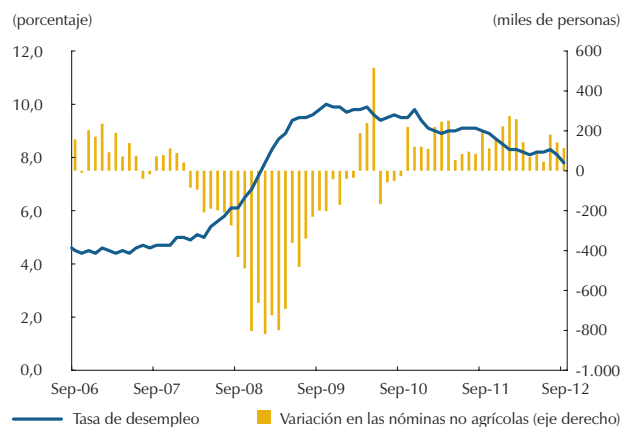
Consistente con este resultado, las ventas al por menor y los índices de producción industrial y de actividad no manufacturera crecieron levemente en este período, lo que estuvo apoyado en una ligera recuperación de la confianza de los hogares, que aún se mantiene por debajo de su promedio histórico. Cabe resaltar que para los próximos meses no se descarta un nuevo deterioro de la confianza, si los acuerdos sobre el tema fiscal en dicho país no avanzan de manera satisfactoria.

Por su parte, el mercado de vivienda ha seguido mostrando señales positivas después de aparentemente haber salido del fondo algunos meses atrás; pese a ello, el dinamismo que este sector podrá agregarle a la economía en los próximos meses será muy poco. En contraste, aunque la tasa de desempleo ha disminuido en los últimos meses, la creación de nuevos trabajos no se encuentra en niveles consistentes con una recuperación sostenible (Gráfico 4). Asimismo, las solicitudes iniciales de seguro de desempleo y su duración promedio continúan en niveles altos.

Con el fin de dinamizar el mercado laboral, en septiembre la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) anunció una nueva ronda de estímulo monetario (QE3),

En septiembre la Reserva Federal de los Estados Unidos anunció una nueva ronda de estímulo monetario (QE3).

Gráfico 4
Mercado laboral en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

esta vez condicionada al comportamiento del mercado laboral. A su vez, se comprometió a mantener las tasas de interés bajas hasta 2015 si la economía no muestra señales claras de recuperación.

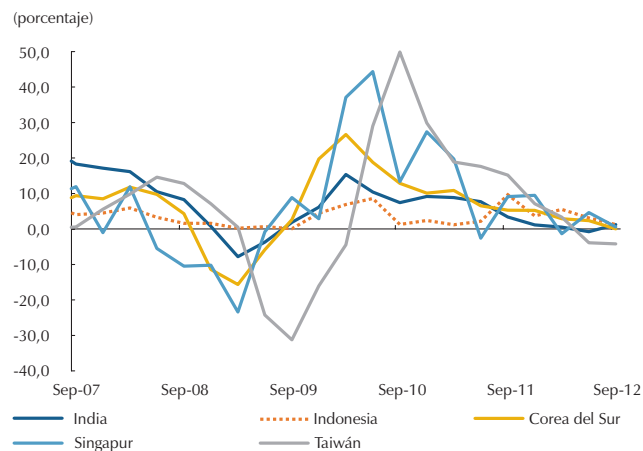
Para el caso de otras economías desarrolladas, en el tercer trimestre el crecimiento volvió a terreno positivo en el Reino Unido como consecuencia del impulso otorgado por los Juegos Olímpicos. En contraste, en Japón la actividad económica ha seguido debilitándose y podría volver a contraerse en los próximos trimestres.

En relación con las economías emergentes, el crecimiento económico se desaceleró de nuevo en China, pasando de 7,6% anual en el segundo trimestre a 7,4% anual entre junio y septiembre. La menor expansión

fue afín con lo esperado por los analistas y es consistente con el comportamiento de algunos indicadores de actividad real que venían presentando una moderación en sus tasas de crecimiento anuales. Pese a ello, algunas cifras para septiembre son positivas, pues empezaron a mostrar algún cambio en la tendencia y se aceleraron en dicho mes; esto es en particular evidente cierto en los casos de la producción industrial, las ventas al por menor y las exportaciones.

Con el fin de evitar una mayor desaceleración de la economía, las autoridades chinas han tomado medidas adicionales de estímulo (fiscal y monetario) y han anunciado nuevos proyectos de inversión en infraestructura, que tendrían efectos sobre el crecimiento del próximo año; aunque los analistas esperan que la expansión de la economía se acelere en los próximos trimestres. A diferencia de 2008-2009, el estímulo que otorgaría el gobierno en esta ocasión sería de menor magnitud, pues se quiere evitar la formación de burbujas, especialmente en el mercado inmobiliario.

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



Fuente: Bloomberg.

La desaceleración de China, junto con el pobre dinamismo de Europa, ha afectado el comportamiento de las demás economías emergentes de Asia. Así, con cifras al segundo trimestre, el crecimiento se moderó en India, Corea del Sur y Singapur, mientras que en Indonesia se mantuvo estable. La información disponible al tercer trimestre evidencia que las exportaciones y la actividad industrial han seguido deteriorándose (Gráfico 5).

Para el caso de América Latina, durante el segundo trimestre el crecimiento anual del PIB se desaceleró en Brasil, México, Ecuador y Venezuela, pero con excepción de la primera, este aún se encuentra en niveles favorables. Por su parte, en Chile, Colombia y Perú la expansión de la producción se aceleró levemente.

En general, en esta región el comportamiento de la demanda interna ha logrado contrarrestar los efectos del menor dinamismo global y ha permitido, en varios casos, que el PIB crezca a un nivel cercano a su potencial. El impulso ha venido por cuenta del gasto de los gobiernos, al que se suma el importante dinamismo de la inversión en infraestructura y la expansión del crédito al sector privado. Ello ha compensado la desaceleración generalizada de las exportaciones.

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



Fuente: Datastream.

La información disponible para el tercer trimestre evidencia que la actividad real ha comenzado a recuperarse en Brasil, situación que estaría asociada con las medidas de estímulo implementadas trimestres atrás. De manera similar, los índices de actividad real de México, Chile y Perú continúan mostrando niveles de expansión favorables (Gráfico 6).

En un momento en el que la economía global necesita el impulso de las economías emergentes, pareciera que países como China y Brasil han reducido sus fuentes de crecimiento y difícilmente podrían retornar a tasas como las experimentadas entre 2000 y 2007. Para el caso de China la menor expansión esperada es consecuencia del tamaño que ha alcanzado su economía en la última década, que la convierte en un jugador importante

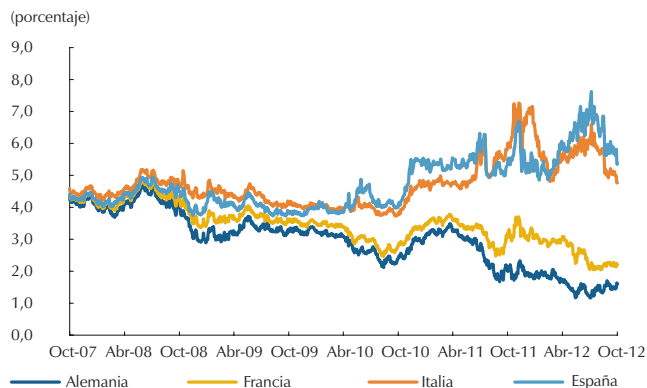
para la demanda global y para determinar de los precios internacionales de las materias primas. Por su parte, la economía brasileira enfrenta debilidades estructurales, como la complejidad de su sistema tributario, su déficit en infraestructura y la baja capacitación de su mano de obra, que le han restado competitividad.

Un menor crecimiento en estos países implica una desaceleración para sus principales socios comerciales y menores presiones en los mercados internacionales de *commodities*, situación que afectaría las exportaciones y el dinamismo de los países productores, entre estos los de América Latina.

Finalmente, vale la pena resaltar que, en su informe más reciente sobre perspectivas globales, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó a la baja sus pronósticos de crecimiento mundial para 2012 y 2013, debido al pobre dinamismo de la zona del euro y a los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores de la región, la cual no se ha recuperado pese a las medidas de política anunciadas en los últimos meses. A ello se suma la presencia de riesgos adicionales a la economía global, como la situación fiscal en los Estados Unidos y el incremento en las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el Norte de África. En este contexto, según el FMI, la expansión mundial pasaría de 3,8% en 2011 a 3,3% este año y presentaría alguna recuperación en 2013 (3,6%) como consecuencia de una mejoría de las condiciones económicas de los países avanzados y de un crecimiento cercano al potencial en las economías emergentes.

El Fondo Monetario Internacional pronostica que el crecimiento mundial en 2012 sería de 3,3% y en 2013 de 3,6%.

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



Fuente: Bloomberg.

2. Mercados financieros

Los anuncios recientes del BCE y de la Fed han ayudado a reducir la volatilidad en los mercados internacionales de capital y han disminuido las presiones sobre la deuda pública de España e Italia (Gráfico 7). Lo anterior ha permitido una ligera recuperación de las principales plazas bursátiles y estaría dando tiempo para que las autoridades europeas continúen con su agenda de integración, en un entorno de menores presiones financieras.

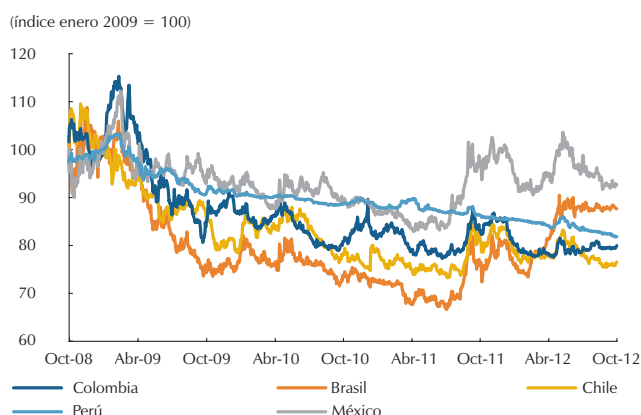
En este contexto, en septiembre y comienzos de octubre el gobierno español logró colocar deuda a tasas inferiores a las de meses anteriores, e incluso

subastó montos superiores a los que tenía planeados. Esta situación es clave para la estabilidad fiscal española, pues en octubre sus vencimientos de deuda son relativamente altos, por lo que unas condiciones poco favorables podrían comprometer nuevamente sus finanzas públicas.

Cabe anotar que con el solo anuncio del BCE sobre la compra ilimitada de deuda pública se logró disminuir de manera considerable las tasas de interés de los bonos de España e Italia. Esto, sin que los países hayan solicitado la intervención directa de dicha autoridad. Para que se haga efectiva la intervención del BCE, los países beneficiados deberán acogerse a un nuevo plan de ajuste que tienen que acordar con el FMI, el BCE y la Comisión Europea (Troika).

Los mercados ven probable que el gobierno español solicite algún tipo de ayuda, lo cual sucedería en los próximos meses, permitiendo así una mayor reducción de las tasas de interés de la deuda pública española.

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



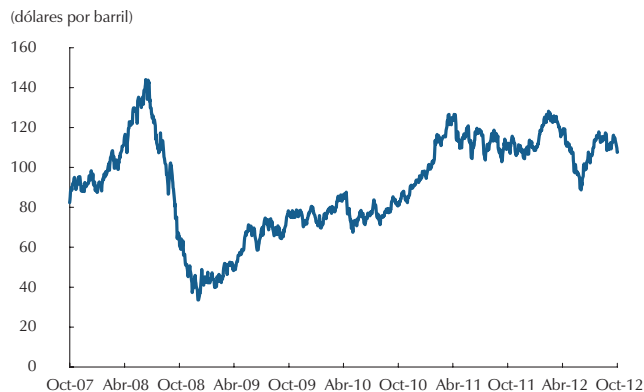
Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, y a diferencia de ocasiones anteriores, los anuncios de una mayor expansión monetaria en los Estados Unidos aún no se ha traducido en una apreciación de las monedas de América Latina en relación con el dólar estadounidense (Gráfico 8). Estas divisas que han permanecido relativamente estables en los últimos meses. Lo anterior ha estado acompañado por una percepción de riesgo en la región relativamente baja.

3. Precios de los productos básicos, inflación y política monetaria

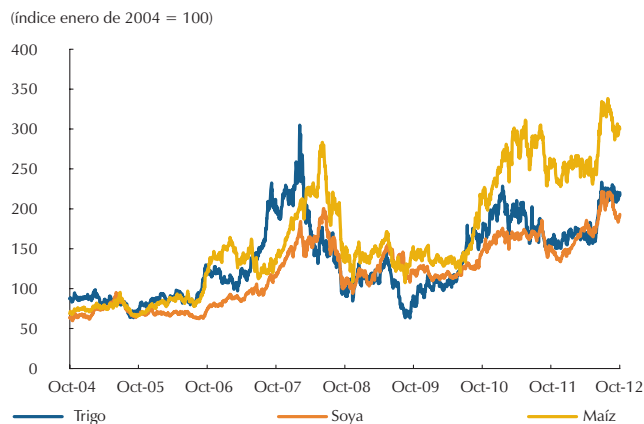
Pese a la desaceleración en la demanda global y a los anuncios de Arabia Saudita de incrementar su

Gráfico 9
Precios internacionales del petróleo (Brent)



Fuente: Datastream.

Gráfico 10
Precios internacionales del trigo, la soya y el maíz



Fuente: Food and Agriculture Organization (FAO).

producción de petróleo, en el tercer trimestre las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el Norte de África mantuvieron las cotizaciones internacionales del petróleo por encima de lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de junio. Sin embargo, hacia mediados de octubre se comenzó a observar alguna corrección ante los datos positivos de oferta (Gráfico 9).

Para el caso del carbón exportado por Colombia, las expectativas sobre los precios se están tornando negativas. Ello en gran parte debido a la anticipación de un aumento de la oferta proveniente de Australia, Indonesia y Sudáfrica y por la débil demanda global.

Por su parte, los precios internacionales de algunos bienes importados por Colombia, como el trigo, la soya y el maíz, se han mantenido en niveles históricamente altos, a pesar de las caídas registradas en las primeras semanas de octubre, lo cual obedece a la normalización de las condiciones climáticas después de los eventos ocurridos a mitad de año (Gráfico 10).

El incremento en los precios internacionales de los bienes básicos ha presionado al alza la inflación en algunas economías desarrolladas; sin embargo, sus niveles aún se encuentran en rangos tolerables y las alzas serían transitorias. Lo anterior junto con un débil crecimiento económico, ha permitido mantener una política laxa por parte de los principales bancos

centrales, los cuales han dejado sus tasas de intervención en mínimos históricos y han implementado nuevas medidas de estímulo monetario.

En el caso de las economías emergentes, el comportamiento de la inflación no ha sido homogéneo, pues mientras en algunos países de América Latina, como Brasil, Chile, México y Perú, se han presentado leves incrementos, en China y Corea del Sur los precios han tendido a disminuir. Por su parte, en India los precios, aunque cayeron en septiembre, permanecen en un nivel elevado. Vale la pena resaltar que los incrementos en la inflación de América Latina han estado dentro de los rangos de inflación-objetivo fijados por sus bancos centrales y por lo pronto no generan presiones sobre las decisiones de política.

En términos de política monetaria, los bancos centrales continúan atentos a la evolución de la economía global, por lo que en los últimos meses o han mantenido inalteradas sus tasas de intervención o las han disminuido.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

En términos generales, la economía mundial ha evolucionado de acuerdo con lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de junio, por lo que los pronósticos de esta sección no presentan cambios significativos frente a lo proyectado hace tres meses.

Al igual que en reportes anteriores, el comportamiento mundial sigue ligado a la evolución de la crisis de la zona del euro. En este sentido, los escenarios de crecimiento que se presentan a continuación hacen especial énfasis en dicha región; sin embargo, cabe notar que no se descartan riesgos adicionales que pueden provenir de otras economías desarrolladas e, incluso, de algunas emergentes (Cuadro 1).

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

a/ Pronósticos del FMI a octubre de 2012.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Teniendo en cuenta el comportamiento observado de algunos indicadores en lo corrido del año, además de las perspectivas para el próximo, el equipo técnico estima que el crecimiento de la zona del euro para 2012 sería de -0,5% y cercano a 0% en 2013. Lo anterior es consistente con una nueva contracción del PIB en el tercer trimestre de este año y una lenta recuperación hacia finales de 2012 y comienzos de 2013, que continuaría en la medida en que avance el año. El fin de la caída estaría asociado con una mejora en la confianza de empresarios y consumidores, debido a los avances en temas de integración regional.

Los escenarios de crecimiento para los socios comerciales dependen, en gran medida, de la evolución de la crisis europea.

Este escenario presenta riesgos a la baja importantes, que estarían asociados con un deterioro mayor en la actividad real y financiera de la región, en especial en las economías de la periferia. Estos países podrían ver comprometidas sus metas fiscales y enfrentarían nuevas presiones en sus mercados de deuda pública en tanto el crecimiento no se recupere prontamente. En este contexto la expansión anual para la zona del euro sería de -0,8% en 2012 y de -3% en 2013.

Para el caso de los Estados Unidos, en el escenario central, o más probable, el crecimiento económico continuaría a un ritmo moderado, por lo que este año la economía se expandiría 2,1% y el próximo año 2%. Si la actividad global se deteriora aún más o las autoridades gubernamentales no toman decisiones que eviten una contracción de origen fiscal, la economía podría entrar de nuevo en recesión el próximo año, y contraerse un 1%. Esta situación representa un riesgo adicional para el comportamiento global, lo que restaría dinamismo principalmente a las economías de América Latina, incluyendo la colombiana.

En lo que respecta a las economías emergentes, se resalta que, si bien la dinámica de China se ha moderado, las políticas públicas orientadas a fortalecer la demanda interna permitirán que dicho país continúe exhibiendo tasas de crecimiento importantes, aunque inferiores a las presentadas años atrás. En este contexto, la expansión de China sería de 7,8% en 2012 y 8% en 2013. Detrás de esta menor tasa se encuentra el hecho de que esta economía ya ha alcanzado un tamaño considerable (es segunda en el mundo) lo que hace que su expansión tienda a converger a la del resto del mundo en el largo plazo. Crecimientos adicionales de China presionarían los costos de producción mundial, lo que pone un límite a esta.

Por su parte, las economías de América Latina, con excepción de Brasil, podrían mantener buenas tasas de crecimiento (incluso por encima de lo esperado), gracias al impulso de su demanda interna y a un espacio fiscal suficiente que les permitirá implementar una política contracíclica en caso de que las condiciones externas se tornen más adversas. Así las cosas, en el escenario central para 2013 se espera que Chile, Ecuador, México y Perú se expandan a un ritmo cercano a su potencial.

Dado lo anterior, para 2012 el pronóstico de crecimiento para los principales socios comerciales de Colombia aumentó ligeramente frente a lo presentado en el *Informe sobre Inflación* de junio, en especial por el comportamiento de las economías de Latinoamérica. Para 2013 se espera una leve desaceleración frente a lo proyectado en 2012, como consecuencia de la moderación económica de dicha región.

Sin embargo, no se descartan riesgos adicionales que pueden provenir de otras economías desarrolladas y emergentes.

En relación con los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia, las mayores tensiones en Oriente Medio y el Norte de África motivaron un incremento en los precios esperados del petróleo para lo que resta del año, frente a lo proyectado hace tres meses. En la medida en que tales tensiones se normalicen, los precios deberían retornar a niveles cercanos a los US\$100 por barril, situación que sería probable en algún momento de 2013, por lo que en el escenario central el precio promedio del petróleo Brent sería de US\$108 por barril (Cuadro 2).

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

Principales productos	2011	Proyecciones para 2012			Proyecciones para 2013		
		Escenario			Escenario		
		Bajo crecimiento	Central	Alto crecimiento	Bajo crecimiento	Central	Alto crecimiento
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	2,87	1,90	2,00	2,10	1,50	2,00	2,50
Petróleo Brent (dólares por barril)	111,5	110	112	114	90	108	110
Carbón Róterdam (dólares por tonelada)	121,8	90	92	94	65	85	95
Níquel Bolsa de Londres (dólares por tonelada)	22.865	16.732	17.352	17.972	14.318	16.609	17.754
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.573	1.720	1.690	1.660	1.900	1.700	1.600

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.

Para el caso del carbón, las condiciones de oferta favorables y la desaceleración en la demanda global seguirían presionando los precios a la baja. Caso contrario al del oro, que ha presentado cotizaciones por encima de lo esperado, debido al nerviosismo que aún continúa en los mercados internacionales. El pronóstico para otros bienes, como el café y el ferroníquel, no muestran cambios significativos frente a lo proyectado hace tres meses.

B. BALANZA DE PAGOS

En el segundo trimestre de 2012 la balanza de pagos del país registró un déficit en cuenta corriente de 3,5% del PIB (US\$3.206 m), superior al observado en el mismo período del año anterior (2,4% del PIB, US\$1.986 m). La ampliación del déficit obedeció a un crecimiento de los egresos por importaciones de bienes y servicios, así como por una mayor remisión de utilidades de las empresas con capital extranjero. Lo anterior estuvo soportado por unos mayores recursos de financiación externa, que implicaron un superávit de US\$4.442 m (4,8% del PIB) de la cuenta de capital y financiera, superior en US\$1.516 m al observado un año atrás (US\$2.926 m, 3,5% del PIB).

El mayor desbalance externo se debió, principalmente, a un déficit del comercio de servicios superior en US\$306 m al observado en el mismo trimestre del año anterior, y al aumento en 4,1% (US\$155 m) de los egresos netos por renta de factores. Esto último relacionado, en mayor medida, con el giro de utilidades de empresas con capital extranjero, las cuales crecieron en el segundo trimestre del año a un menor ritmo que el registrado en el primero, reflejando así los menores precios del petróleo. Lo anterior fue parcialmente compensado por una balanza comercial de bienes superavitaria, resultado de un incremento anual de 2,1% de las exportaciones y de 8,6% de las importaciones durante el segundo trimestre del año. En cuanto a los ingresos netos por transferencias corrientes, estos aumentaron 5,7% anual, de los cuales las remesas de trabajadores lo hicieron en 1,9% en el mismo período.

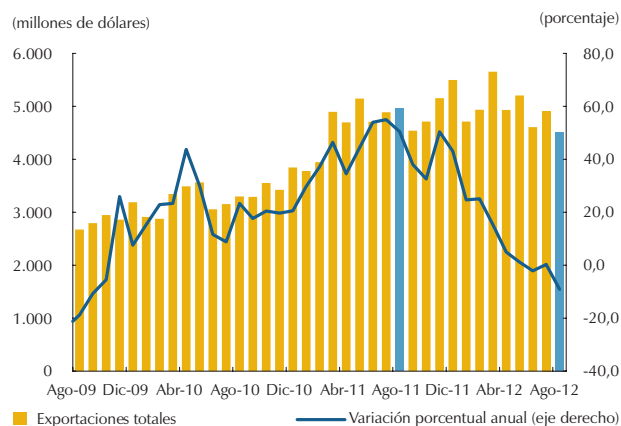
En el segundo trimestre de 2012, el déficit en cuenta corriente fue de 3,5% del PIB, superior al observado en 2011.

Con respecto al financiamiento del déficit corriente del segundo trimestre de 2012, este se dio en especial con recursos de inversión extranjera directa (IED), la cual ascendió a US\$4.104 m, junto con una inversión extranjera de portafolio, por un valor de US\$1.368 m. Dichos ingresos fueron parcialmente compensados por las salidas de capital colombiano para la constitución de activos en el exterior, por un valor de US\$647 m, en particular de entidades descentralizadas del sector público. Por su parte, las cifras de la balanza de pagos muestran que durante el período mencionado la variación en el saldo de las reservas internacionales brutas fue de US\$1.370 m.

Dado el déficit en cuenta corriente observado para el primer trimestre del año, el cual fue de 1,8% del PIB, para el acumulado del primer semestre de 2012 la balanza de pagos del país registró un déficit en cuenta corriente de 2,7% del PIB (US\$4.806 m), superior al del mismo período del año anterior (2,4% del PIB, US\$3.881 m).

La información disponible para el tercer trimestre de 2012 señala que, a causa de la incertidumbre y la volatilidad de los mercados internacionales, el ritmo de las exportaciones ha seguido desacelerándose, mientras que la dinámica de las importaciones se ha mantenido. En efecto, en los meses de julio y agosto de este año las exportaciones totales en dólares sumaron en promedio US\$4.713 m (sin incluir las reexportaciones de aeronaves), registrando una reducción de 4,4% con respecto al mismo período del año anterior (Gráfico 11); por el contrario, las importaciones FOB¹ en dólares crecieron en términos anuales 10,5% en dicho lapso, alcanzando en promedio un valor de US\$4.901 m.

Gráfico 11
Exportaciones totales
(mensual)



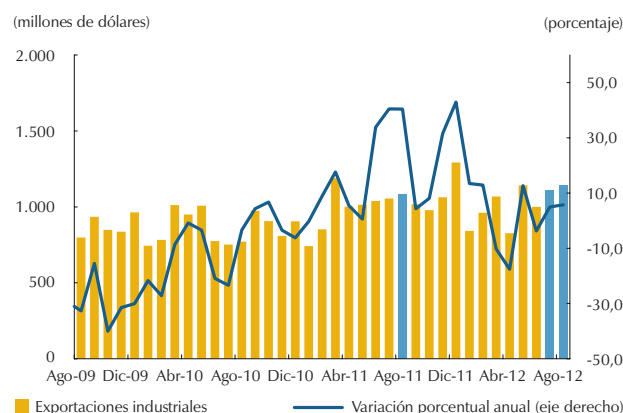
Fuente: DANE.

Para el bimestre en mención el comportamiento de las exportaciones refleja una caída de 9% anual en el promedio de las ventas externas de bienes de origen minero (carbón, ferroníquel, oro, petróleo y sus derivados), las cuales representaron el 69% del total de las exportaciones en este período. Este resultado refleja una fuerte desaceleración de las ventas externas

de estos productos con relación al crecimiento registrado en el primer semestre del año (18,5% anual), lo cual se explica tanto por la reducción en los volúmenes exportados de petróleo y carbón, como por la disminución en los precios durante este período. Por su parte, el valor exportado de los principales productos de origen agrícola registró una variación promedio positiva de 15,5% anual para el período mencionado, dado el aumento generalizado en las exportaciones de estos

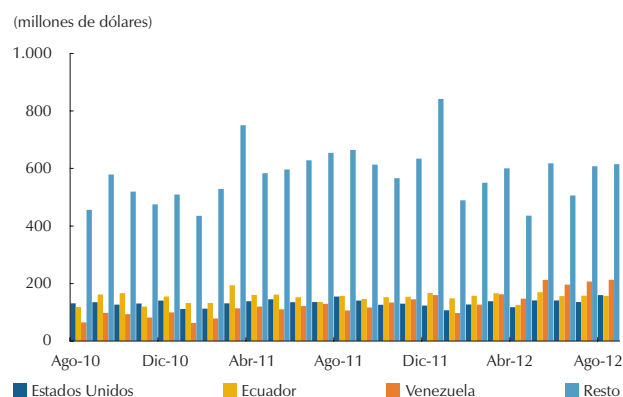
¹ A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB, según las cuentas nacionales, considera las importaciones CIF, las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de US\$5.162 m durante julio y agosto de 2012, con un aumento de 10,8% anual.

Gráfico 12
Exportaciones industriales y otros^{a/}
(mensual)



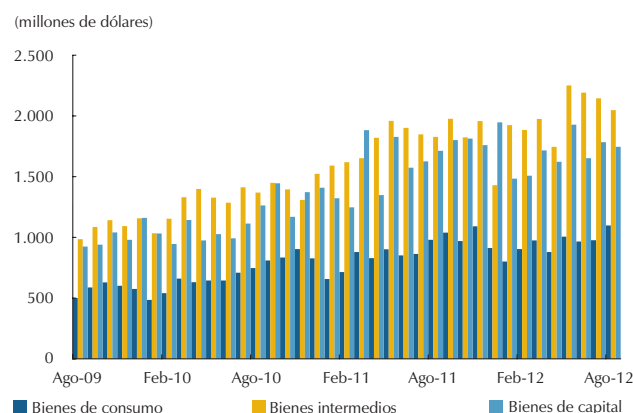
a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas.
Fuente: DANE.

Gráfico 13
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto^{a/}



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

Gráfico 14
Importaciones de bienes (FOB)



Fuente: DANE

productos (café, banano y flores). Las exportaciones industriales², cuya participación en el total exportado fue 24%, crecieron en promedio 5,4% anual frente al mismo bimestre de 2011 (Gráfico 12). Es importante señalar que el aumento de estas exportaciones se aceleró en el período indicado con respecto a lo observado en el primer semestre, cuando crecieron 0% (en el segundo trimestre del año estas ventas cayeron 2,8% anual). Dicha aceleración se debe principalmente al aumento de 77,9% anual en las ventas registradas hacia Venezuela y, en menor medida, a las dirigidas a los Estados Unidos (1,6%) y a Ecuador (7,5%), ya que al resto de países cayeron 7,3% anual para el promedio entre julio y agosto (Gráfico 13).

En cuanto a las importaciones FOB en dólares, en el promedio de julio y agosto de 2012 su crecimiento se concentró, principalmente, en las mayores compras de bienes intermedios (14% anual, impulsado en particular por combustibles y lubricantes), seguidas de las de bienes de consumo, las cuales aumentaron 12,4% anual (en especial por las mayores compras de bienes de consumo no durable que variaron en promedio 23,1% anual en dicho período). Así mismo, las compras externas de bienes de capital lo hicieron en promedio 5,7% anual en el bimestre, en especial aquellas dirigidas a la industria, con un incremento anual de 16,9%, y las de materiales de construcción, con un aumento de 8,5% (Gráfico 14).

Por otra parte, en lo corrido del año al mes de agosto los ingresos por remesas de los trabajadores colombianos en el exterior registraron una reducción anual de 1,3%, reflejando así la debilidad de los países en donde se originan estos ingresos, como España. Cabe señalar que para el primer semestre del año las remesas de trabajadores registraron una caída de 0,9% anual. En cuanto a la balanza cambiaria a septiembre de 2012³, esta sigue

2 No incluyen petróleo ni sus derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano ni flores. Las exportaciones industriales representan el 98% de este grupo, ya que se incluyen otros bienes mineros y agrícolas.

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

Para 2012 se espera un déficit en cuenta corriente de entre 2,9% y 3,1% del PIB.

mostrando dinamismo en la entrada de capital privado, principalmente por la mayor IED en Colombia con respecto a lo observado un año atrás. Sin embargo, dichas entradas están siendo compensadas por las salidas de capitales de este sector, resultado, en gran medida, de otros flujos diferentes a inversión directa.

Considerando la información anterior, 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 sugiere un déficit en cuenta corriente para el año 2012 similar al observado en 2011. De esta forma, al considerar los escenarios descritos en la sección anterior con relación a los supuestos de crecimiento de los socios comerciales y la evolución de los precios de los principales productos de exportación del país⁴, este año el déficit podría ubicarse en un rango entre 2,9% y 3,1% del PIB.

En este contexto, las importaciones en dólares en 2012 podrían crecer entre 8,3% y 12,9% en términos anuales, con un escenario central de 10,6%; mientras que las exportaciones lo harían entre 7% y 11%, con un punto medio de 9%. Estos resultados serían coherentes con un entorno de menor demanda externa, que se refleja en unos precios más bajos para los principales bienes de exportación del país, lo que implica una desaceleración en el ritmo exportador, a pesar del incremento que se espera en la producción de estos bienes. Así mismo, se estima una desaceleración en el crecimiento de las compras externas, dado el menor dinamismo de la demanda interna. La proyección también tiene en cuenta mayores salidas por renta de factores, asociadas principalmente con la remisión de utilidades del sector de hidrocarburos, debido en especial a la mayor producción que compensaría la reducción del precio del crudo.

En 2012 los recursos por IED tendrán un crecimiento importante con respecto al año anterior.

Por el lado de la cuenta de capital y financiera, se estima que la principal fuente de recursos seguirá siendo una IED bruta mayor que la observada el año anterior, impulsada principalmente por el sector petrolero, dado que el precio se mantiene en niveles históricamente altos a pesar de la caída con respecto al año anterior; así como por la inversión 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 a las registradas un año atrás. Lo anterior implica que, en términos netos, los recursos por IED tendrán un crecimiento importante con respecto al año anterior. Así mismo, para 2012 la proyección considera un financiamiento externo por parte del sector público superior al observado en 2011, correspondiente, en mayor medida, a operaciones de crédito externo asociadas con proyectos de inversión específica, particularmente en el sector de hidrocarburos (Cuadro 3).

4 Para el caso de 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 el precio promedio proyectado para el petróleo colombiano es de US\$102,8/barril, para el carbón colombiano US\$98/tonelada y para el ferromniquel US\$2,8/libra, en el escenario más probable. En el caso del oro y el café, la proyección coincide con los 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)	(10.032)	(10.955)	(2,1)	(3,1)	(3,0)	(3,0)
A. Bienes y servicios no factoriales ^{a/}	(275)	(1.384)	862	594	(0,1)	(0,5)	0,3	0,2
B. Renta de los factores	(9.298)	(11.849)	(15.831)	(16.424)	(4,0)	(4,1)	(4,7)	(4,5)
C. Transferencias	4.613	4.475	4.938	4.875	2,0	1,6	1,5	1,3
II. Cuenta de capital y financiera	6.255	11.813	13.494	15.979	2,7	4,1	4,0	4,4
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales ^{b/}	(1.029)	7.033	10.697	7.683	(0,4)	2,5	3,2	2,1
B. Sector público	7.293	4.789	2.839	8.304	3,1	1,7	0,9	2,3
III. Errores y omisiones	52	80	282	263	0,0	0,0	0,1	0,1
IV. Variación de las reservas internacionales brutas^{c/}	1.347	3.136	3.744	5.287	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.

Fuente: Banco de la República.

Para el año 2013 se estima un incremento de las exportaciones (en dólares) menor al considerado para 2012, dado un contexto en el cual la incertidumbre sobre el desempeño de las economías avanzadas continúa, lo que implica unas perspectivas de reducción en los precios de los principales productos de exportación. Por su parte, las importaciones mantendrían el ritmo de crecimiento observado en 2012, dadas las expectativas de estabilidad en la demanda interna. Lo anterior estaría acompañado por una moderada recuperación en los ingresos de remesas de los trabajadores, y unos menores egresos por renta de factores, los cuales estarían respondiendo a un escenario de precios más bajos de los bienes básicos (*commodities*). De esta manera, el déficit en cuenta corriente para 2013 podría ubicarse en un rango entre 2,7% y 3,3% del PIB, el cual seguiría siendo financiado principalmente por entradas de IED, las cuales se mantendrían en niveles similares a las de este año, y por recursos externos del sector público, en especial de endeudamiento.

Por último, es importante señalar que el ejercicio de proyección de la balanza de pagos refleja una variación de las reservas internacionales brutas consistente con los anuncios de intervención realizados por el Banco de la República⁵ y los rendimientos financieros asociados.

5 Considera las compras de divisas anunciadas por el Banco de la República en el comunicado del 28 de septiembre de 2012.

Recuadro 1

COMPORTAMIENTO DEL CICLO ECONÓMICO RECIENTE PARA ALGUNAS ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA

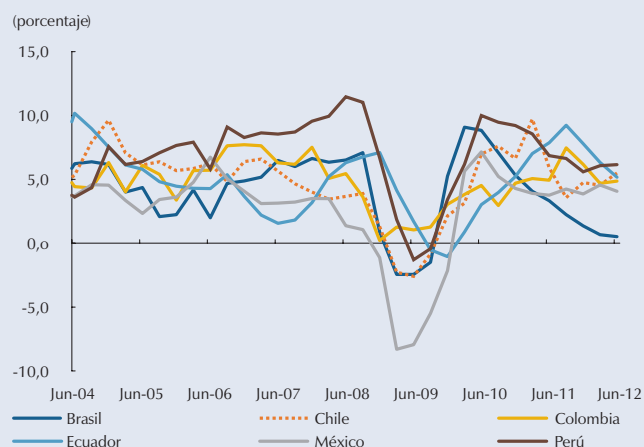
Óscar Iván Ávila
Celina Gaitán Maldonado
Juan Sebastián Rojas*

En los años previos a la crisis financiera de 2008-2009 algunas economías latinoamericanas se caracterizaron por presentar tasas de crecimiento cercanas o superiores a su promedio histórico, gracias al contexto externo favorable y al buen comportamiento de la demanda interna; de hecho, el crecimiento acelerado de los países emergentes de Asia, junto con la expansión estable de algunas economías desarrolladas, mantuvieron los términos de intercambio de la región en niveles favorables e incentivaron sus flujos de inversión extranjera directa. De la misma manera, el crédito contribuyó al aumento del consumo y, por tanto, apoyó la demanda interna.

A pesar del contexto común, la crisis de 2008 afectó en diferente forma a las economías latinoamericanas, al punto que algunas presentaron mayores caídas en su producción, cómo México y Chile, mientras que otras solo sufrieron una desaceleración (e. g. Colombia). En esta misma línea, la recuperación tras la crisis no fue homogénea y la actual coyuntura europea no ha afectado en igual medida a todos los países de la región. Si bien en la última década las etapas de expansión y contracción han coincidido en términos generales en estas economías, los puntos de quiebre y la intensidad difieren, haciendo que la sincronización del ciclo económico de la región no sea perfecta (Gráfico R1.1).

Esta desincronización (en tiempo y magnitud) se debe a la divergencia de los países latinoamericanos en términos de su exposición externa, estructura económica y comportamiento de la demanda interna, entre otros. En relación con la primera, los efectos del débil crecimiento de las economías desarrolladas (zona del euro y los Estados Unidos) se han transmitido a América Latina de manera dispar, dependiendo del grado de apertura, el destino de las exportaciones y los productos de exportación. En efecto, podría señalarse que Colombia, al igual que Brasil, es una de las economías menos abiertas de la región si se compara con países como Ecuador, Chile y México, que registran grados de apertura de

Gráfico R1.1
Variación anual del PIB para algunos países de América Latina



Fuente: Datastream.

más del 60%¹, lo que los hace más vulnerables a la debilidad de la demanda externa.

Sumado a lo anterior, es importante resaltar el efecto que tiene la estructura de los mercados de destino de las exportaciones (Gráfico R1.2). Lo anterior es importante por cuanto los eventos de crisis de los últimos años se han presentado en los Estados Unidos y la zona del euro, economías que concentran una gran parte del comercio externo de América Latina, aunque con una importancia relativa diferente en cada país. Así, por ejemplo, en la crisis de 2008 México fue la economía que se vio más afectada por la débil demanda externa, dada su alta exposición a los Estados Unidos; mientras que Perú, Chile y Brasil reaccionaron primero a los efectos de la actual crisis europea, dado que son los países de la región con unas mayores exportaciones dirigidas a Europa² (con respecto a sus ventas externas totales).

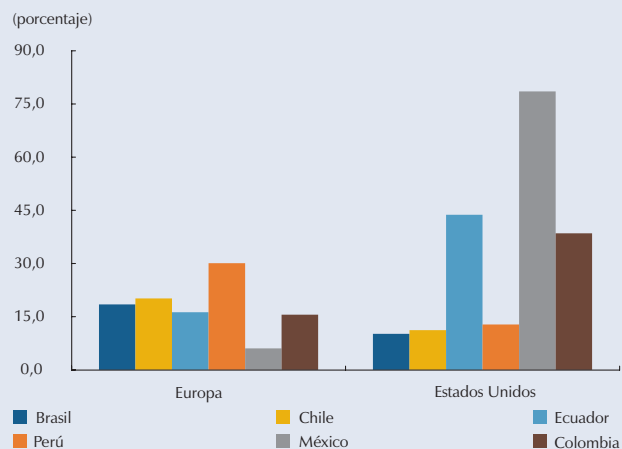
En esta misma línea, los países de América Latina también se diferencian por el tipo de productos exportados, pues mientras México y Brasil venden en especial bienes industriales, Perú, Chile, Ecuador, Venezuela y Colombia exportan una mayor proporción de bienes mineroenergéticos. Este último grupo también presenta algunas diferencias: en

* Los autores son profesionales del Departamento de Programación e Inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos. Las opiniones expresadas son exclusivas de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Calculado como la suma del valor nominal en dólares de las exportaciones y las importaciones como porcentaje del PIB para cada país.

2 Para 2011 el porcentaje de las exportaciones totales dirigidas hacia Europa fue de 30%, 20% y 18%, respectivamente.

Gráfico R1.2
Exportaciones por destino de la región en 2011

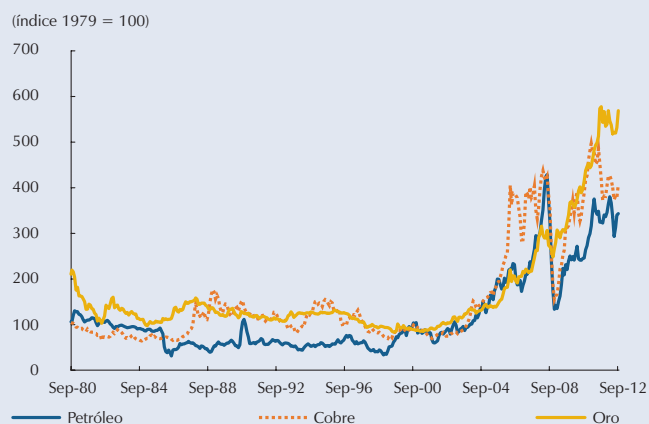


Fuente: Datastream.

tanto que Perú y Chile son exportadores de cobre y oro, Ecuador, Venezuela y Colombia lo son de hidrocarburos (principalmente petróleo). Esta diferencia es importante para explicar la imperfecta sincronización en los ciclos de la región. En el caso de los exportadores de bienes industriales el efecto de la reducción de la demanda externa afecta directamente su producción vía menores volúmenes exportados, mientras que para el resto de países este efecto se suma al comportamiento de los precios de referencia para los productos básicos exportados. Un ejemplo de esto ha sido la evolución del precio del cobre frente al del petróleo, el cual durante la última década ha presentado un incremento sostenido por lo que lleva varios años en un nivel históricamente alto, lo que ha generado efectos positivos sobre el crecimiento, las exportaciones y la inversión de los principales países productores, como Chile y Perú (Gráfico R1.3). Por su parte, en el último año los precios internacionales del petróleo han presentado un aumento mayor que los del cobre, lo que le ha dado un impulso adicional a las economías exportadoras de este *commodity*.

El comportamiento diferente entre las economías de América Latina también tiene que ver con el margen de maniobra que han tenido las autoridades económicas en cada país para realizar políticas contracíclicas. Así, economías con mayor exposición externa, como México, Chile y, en menor medida, Perú, han reaccionado de manera más inmediata al debilitamiento de la demanda externa (la cual comenzó antes que en otros países), por lo que su crecimiento se ha dado gracias a la dinámica de la demanda interna. Previo a la crisis financiera de 2008 se presentaron algunas divergencias en la evolución del gasto gubernamental en los países de la región. Así, mientras los gobiernos de Perú y Chile aprovecharon el impulso del sector privado para mejorar su posición fiscal, en Colombia dicho rubro mostró una leve tendencia al alza y en México y Brasil se observó un aumento relativamente bajo. Con el estallido

Gráfico R1.3
Índices de precios internacionales para algunos bienes básicos exportados por América Latina



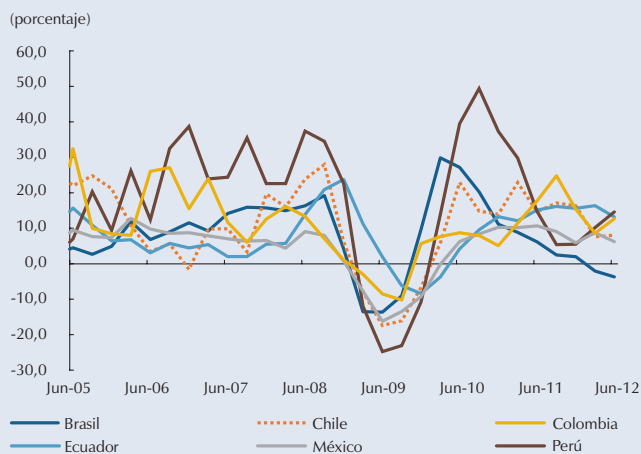
Fuente: Banco Mundial.

de la crisis de 2008 los gobiernos de la región reaccionaron de manera similar y anunciaron planes de estímulo fiscal que buscaban contener los efectos adversos de la recesión global. No obstante, la magnitud de estos paquetes varió significativamente entre países y, por ende, su efecto sobre la actividad económica fue distinto. Así, por ejemplo, en Perú la expansión del gasto público en 2009 fue la mayor en la región, lo que le permitió al país retornar rápidamente a tasas de crecimiento positivas.

En los últimos trimestres se ha observado nuevamente un desempeño disímil del gasto público (principalmente en inversión) entre los países de la región, lo que estaría contribuyendo a las diferencias observadas en sus ciclos económicos (Gráfico R1.4). Específicamente, en Perú, Colombia y Brasil el gasto se ha acelerado, mientras que en Chile y México ha crecido a una tasa moderada, consistente con su senda de largo plazo. Cabe resaltar que la mayor expansión en el gasto del primer grupo de países responde a particularidades de cada economía, pues mientras en Brasil está asociada con los planes de estímulo para contrarrestar la debilidad de la actividad interna, en Perú es consecuencia de la ejecución tardía del presupuesto de los gobiernos subnacionales. En Colombia, por su parte, dicho gasto se relaciona con el inicio de obras de infraestructura contempladas en el plan de desarrollo del gobierno actual, al igual que con la atención a las víctimas de la pasada ola invernal.

Similar a la evolución del gasto público, el aumento del consumo de los hogares también ha evidenciado patrones distintos en las economías de la región. En este sentido, aunque durante el quinquenio previo a 2008 todos los países presentaron crecimientos positivos, las tendencias no fueron las mismas. Así, por ejemplo, mientras que en Ecuador, México y Chile la expansión se dio a una tasa alta y estable, en Brasil y Perú esta presentó una tendencia alcista. Para el caso colombiano se observó una aceleración en el gasto de

Gráfico R1.4
Crecimiento anual de la inversión trimestral para algunos países de América Latina



Fuente: bancos centrales y oficinas de estadística de cada país.

los hogares hasta comienzos de 2007, pero a partir de allí empezó a moderarse, consecuencia de factores internos y de una política monetaria contractiva. Hacia finales de 2008 y principios 2009 el desplome de la confianza y la desaceleración en la demanda global afectaron de manera negativa el gasto de los hogares de la región. Pese al efecto generalizado en el consumo, la magnitud de la caída fue distinta en los países y dependió de su grado de exposición a la economía estadounidense. De forma similar, la recuperación tras la crisis no fue homogénea y estuvo relacionada con las políticas de estímulo implementadas en cada país, al igual que con el comportamiento del ingreso disponible, que se ha visto

beneficiado por los mayores precios internacionales de los bienes mineroenergéticos.

De esta manera, factores internos, como la disciplina fiscal de algunos países latinoamericanos durante los años anteriores a la crisis de 2008, han permitido un uso más efectivo de políticas contracíclicas basadas en el gasto público, constituyéndose en una fortaleza en el actual proceso de dinamización de la demanda interna. Así, países como Perú y Chile han logrado aprovechar el mayor espacio fiscal que tienen para impulsar la inversión pública, lo que junto con el buen comportamiento del crédito, ha mantenido un desempeño favorable del consumo.

En conclusión, si bien las economías de la región pueden entenderse a partir de un gran número de elementos comunes, los factores que definen la exposición de cada país frente al entorno internacional y algunas diferencias en el comportamiento de su demanda interna han determinado en la evolución de sus ciclos productivos. Dichos factores explican cómo países con menor exposición externa, como Colombia, han mostrado un mejor desempeño frente a los choques externos de la última década, mientras que otros países que han sido más vulnerables a estos eventos han apalancado su recuperación en la demanda interna, dinamizada en la mayoría de los casos por el estímulo generado por programas de inversión pública y la buena evolución del crédito y del consumo interno. De esta forma, en el contexto actual podría afirmarse que los países de la región con mayor exposición externa han sostenido sus economías alrededor de su crecimiento potencial mediante políticas dinamizar la demanda interna.

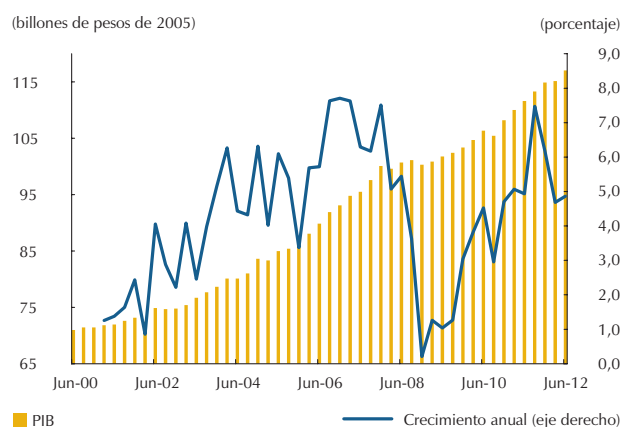
II. CRECIMIENTO INTERNO: SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

En el segundo trimestre de 2012 la economía colombiana mantuvo el ritmo de crecimiento anual que se observó en el primer trimestre. Este resultado superó los pronósticos del mercado y del Banco.

La demanda interna siguió expandiéndose; sin embargo, esta vez lo hizo impulsada sobre todo por el consumo público y la inversión en obras civiles.

Se prevé que la actividad económica en Colombia crezca entre 3,3% y 4,8% durante el tercer trimestre del año. El consumo privado puede presentar una desaceleración, pero sería compensada parcialmente por el consumo público y la inversión

Gráfico 15
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A. EL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2012

El producto interno bruto (PIB) registró una variación anual de 4,9% en el segundo trimestre de 2012, justo por encima del rango de pronóstico presentado en el *Informe sobre Inflación* de junio (Gráfico 15). De esta manera, la economía colombiana mantuvo el ritmo de crecimiento anual que se observó en los primeros tres meses del año. En términos trimestrales, la variación fue de 1,6%, la mayor de los últimos cuatro trimestres.

Entre marzo y junio la demanda interna continuó figurando como el actor principal del crecimiento económico, exhibiendo tasas anuales del 6,9%, con lo que

aportó de manera importante a la dinámica de la economía. Sin embargo, y a diferencia de lo sucedido en el primer trimestre de este año, el papel más importante en esta oportunidad no lo desempeñó el consumo privado sino que le correspondió al consumo público y la inversión (especialmente en obras civiles).

El consumo de los hogares aumentó en términos anuales 4,0% en el segundo trimestre, por debajo de la cifra observada en los primeros meses del año, y también menor que lo registrado en la segunda mitad de 2011. Con esto se confirma la tendencia hacia la moderación en el dinamismo de este agregado. Pese a la desaceleración, el ritmo de crecimiento del consumo privado no es bajo si se compara con la tasa anual promedio observada desde 2000 (3,8%). Por su parte, el consumo del Gobierno se aceleró de manera importante y creció a una tasa anual de 4,6%. Esta expansión es la mayor de los últimos ocho trimestres (Cuadro 4). Cabe resaltar que el buen desempeño del consumo público no compensó la desaceleración del consumo privado, lo que redundó en una menor contribución del consumo total a la actividad económica, tal como se explicó.

Cuando se desagrega el consumo de los hogares por tipo de gasto, se observan menores tasas de crecimiento en todos sus componentes, en especial en las del consumo de bienes durables y no durables, que se expandieron a un ritmo

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2011		2011 Año completo	2012		Contribuciones al crecimiento anual (II trim. de 2012) (puntos porcentuales)
	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	
Consumo total	6,1	5,6	5,8	5,1	4,2	3,4
Consumo de hogares	6,8	6,3	6,5	5,7	4,0	2,7
Bienes no durables	4,9	4,0	4,3	5,7	3,2	0,7
Bienes semidurables	13,8	13,7	15,1	9,1	8,3	0,5
Bienes durables	24,5	10,5	23,9	5,8	2,3	0,1
Servicios	4,9	5,1	4,6	4,5	3,6	1,2
Consumo final del Gobierno	2,7	3,0	2,6	3,1	4,6	0,7
Formación bruta de capital	24,8	15,4	17,2	8,6	12,7	3,4
Formación bruta de capital fijo	24,7	16,9	16,7	7,8	15,5	4,0
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	2,3	1,6	2,1	(0,2)	(2,4)	(0,0)
Maquinaria y equipo	28,6	20,0	25,8	15,9	10,6	1,0
Equipo de transporte	43,0	39,5	45,2	24,9	29,9	1,1
Construcción y edificaciones	12,8	1,8	5,1	4,6	17,3	1,0
Obras civiles	29,9	22,4	6,7	(8,1)	20,4	1,3
Servicios	8,9	1,4	5,3	3,5	8,2	0,0
Demanda interna	10,7	8,5	8,8	6,0	6,9	7,6
Exportaciones totales	11,4	15,2	11,4	6,6	2,0	0,3
Importaciones totales	20,7	21,2	21,5	12,4	9,5	(2,5)
PIB	7,5	6,2	5,9	4,7	4,9	4,9

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el segundo trimestre todos los componentes del consumo de los hogares se desaceleraron.

de 2,3% y 3,2%, respectivamente (frente al 5,8% y 5,7% del primer trimestre, en su mismo orden). El consumo de bienes semidurables no mostró una desaceleración tan marcada, pues su tasa de crecimiento fue 8,3%, solo 0,8 pp por debajo de la observada entre enero y marzo. Este desempeño puede ser explicado, en parte, por una alta base de comparación en el segundo trimestre del año pasado. Otras razones que pueden explicar el menor dinamismo del gasto privado están relacionadas con menores aumentos del ingreso disponible de los hogares, debido a los menores flujos de remesas del exterior en lo acumulado del año con respecto al mismo período de 2011, y a la mayor importancia que eventualmente puede tener el endeudamiento dentro del gasto corriente.

En lo que respecta a la inversión, las expansiones de los sectores de construcción y edificaciones y obras civiles fueron importantes. Las tasas de crecimiento anuales de estos rubros fueron superiores a las registradas en los primeros tres meses del año, pues se ubicaron en 17,3% y 20,4%, en su orden, frente a 4,6% y -8,1% del primer trimestre respectivamente. La fuerte aceleración de la inversión en obras civiles se explicó, en especial, por el desembolso de recursos en construcción de obras destinadas a la minería, vías férreas y pistas aéreas, que no fueron pagados durante los primeros tres meses de 2012. Además, se registraron avances en la ejecución de proyectos de infraestructura por parte de los gobiernos locales, algo que no se dio durante los primeros tres meses del año.

Otros componentes importantes de la formación bruta de capital, como aquella catalogada en equipo de transporte y en maquinaria y equipo, siguen exhibiendo tasas de crecimiento anual robustas (29,9% y 10,6% respectivamente), que si bien son menores que aquellas registradas en promedio para 2011, reflejan el impulso que aportó este componente del PIB a la dinámica del aparato productivo en Colombia.

Hubo una importante desaceleración tanto en las exportaciones como en las importaciones. Las primeras crecieron a una tasa anual de 2,0%, menor al 6,6% de los primeros tres meses de 2012; mientras que las importaciones lo hicieron a una tasa anual de 9,5%, también una cifra menor que la registrada en el trimestre anterior (12,4%). Dentro de los factores que determinaron este comportamiento figura una menor demanda externa y una menor dinámica del consumo interno. El resultado de lo anterior es una menor contribución al crecimiento del PIB por parte de las exportaciones netas.

La fuerte aceleración en obras civiles se dio en las destinadas a la minería, vías férreas y pistas aéreas.

Por el lado de la oferta, las ramas que más contribuyeron al crecimiento anual del PIB en el segundo trimestre de 2012 fueron construcción, la minería y los servicios financieros (Cuadro 5). El único sector que mostró una leve contracción fue la industria.

En el caso de la construcción, el resultado se explica tanto por la subrama de edificaciones como por obras civiles. En el primer caso, la aceleración en el

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

Sector	2011				2011 año completo	2012		Contribución al crecimiento anual (II trim. de 2012)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	7,4	1,4	1,6	(1,7)	2,1	0,2	2,2	0,1
Explotación de minas y canteras	9,4	11,2	19,0	18,3	14,5	13,1	8,5	0,7
Industria manufacturera	4,5	2,6	5,9	3,6	4,1	0,2	(0,6)	(0,1)
Electricidad, gas y agua	(0,9)	1,8	3,3	2,6	1,7	4,4	3,6	0,1
Construcción	0,2	(7,1)	18,8	11,7	5,5	(2,0)	18,4	1,2
Edificaciones	1,6	4,9	12,1	1,0	4,8	3,6	16,2	0,5
Obras civiles	(1,3)	(16,9)	30,0	20,4	6,2	(7,3)	20,9	0,7
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,9	6,7	6,1	5,3	6,0	4,6	4,3	0,5
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	6,9	8,0	5,6	6,7	6,0	3,6	0,3
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,5	5,9	6,5	6,5	5,9	6,7	5,1	1,0
Servicios sociales, comunales y personales	2,6	3,0	3,9	3,3	3,2	3,5	3,9	0,6
Subtotal valor agregado	4,6	4,2	7,3	5,9	5,5	4,3	4,8	4,4
Impuestos menos subsidios	10,0	13,0	10,1	9,2	10,5	8,7	5,4	0,5
PIB	5,1	4,9	7,5	6,2	5,9	4,7	4,9	4,9

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

crecimiento se dio junto con un incremento del área causada⁶, a pesar de que las licencias de construcción continuaron mostrando retrocesos. En el caso de las obras civiles, la variación anual fue de 20,9%, muy por encima de lo previsto en el informe anterior y que contrasta con la contracción de 7,3% observada en los primeros tres meses del año. En el agregado, el sector de la construcción fue la rama con la mayor contribución a la expansión de la economía en su conjunto.

Con respecto al sector minero, el crecimiento anual se ubicó alrededor de 8,5%, cifra superior al promedio de la última década (5,7% desde 2002), aunque menor a las tasas de dos dígitos registradas en la segunda mitad de 2011 y en el primer trimestre de 2012. Esto se explica en gran parte por el retroceso observado en la producción de petróleo, debido, entre otros factores, a problemas de orden público y dificultades en el transporte de crudo. Sin embargo, las producciones de carbón, de minerales metálicos y de minerales no metálicos crecieron a tasas anuales por encima de 14%, que compensaron la pérdida de dinamismo del PIB petrolero. De hecho que durante el segundo trimestre la producción de petróleo estuvo por debajo de lo previsto en informes anteriores y fue menor que las metas de producción proyectadas por las entidades sectoriales.

6 De acuerdo con el DANE, durante el segundo trimestre de 2012 los metros cuadrados causados presentaron una variación anual de 15,2%. La participación del área en proceso es del 82%, mientras que las obras culminadas son del 16%; el restante se encuentran en obras paralizadas.

El bajo desempeño del sector manufacturero se explica tanto por una demanda débil, como por factores de oferta.

Por su parte, el sector de servicios financieros, inmobiliarios y servicios a las empresas creció a una tasa anual de 5,1%, por encima de su promedio de la última década. Este destacado comportamiento, junto con su importante participación en el conjunto de la economía (19%), continuó reflejando el hecho de que esta es una de las ramas que más aporte a la expansión económica ha realizado en los últimos trimestres; de hecho, fue la segunda rama con mayor contribución del PIB entre abril y junio. Dentro de sus subramas se destaca el dinamismo de los servicios de intermediación financiera, que a pesar de la desaceleración registrada en el ritmo de expansión de la cartera (17,8% en promedio para el total de la cartera), reportó un crecimiento de 10% anual en su valor agregado, tasa que se ubica un poco por debajo del promedio de 2011.

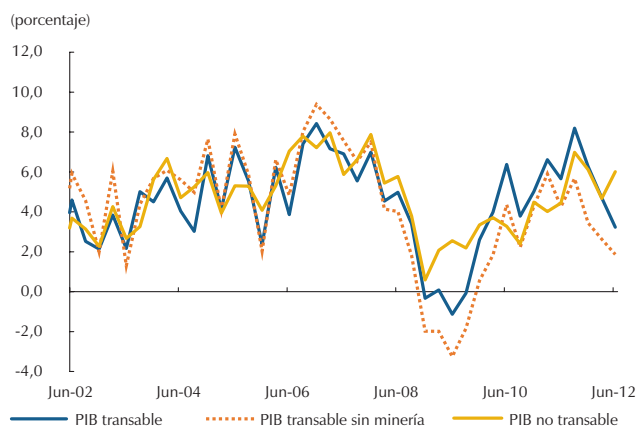
En el sector manufacturero se apreció un comportamiento bastante modesto, afín con lo que ha sucedido con la industria en el plano internacional. El valor agregado por el sector se contrajo 0,6% anualmente, la cifra más baja desde 2009. La desaceleración se explica, en parte, por una débil demanda, incluyendo la de origen externo como lo sugiere la pérdida de dinamismo de las exportaciones industriales durante el segundo trimestre, las cuales registraron una contracción anual promedio de 2,8%. Sin embargo, detrás de ello también habría factores de oferta que ocasionaron retrocesos de los subsectores de refinación de petróleo y de químicos, cuya importancia es de 25% en la industria total. En el caso del petróleo, la caída está relacionada con el cierre programado por labores de mantenimiento en las refinerías más importantes, mientras que en la industria química se registraron problemas de suministro de materias primas.

En el resto de grandes ramas se observaron comportamientos mixtos. Algunas que reportaron leves aceleraciones son agricultura y servicios sociales, comunales y personales; mientras que transporte, comercio y electricidad, agua y gas presentaron alguna desaceleración. En el caso de agricultura la producción cafetera creció alrededor de 18% en ese período, lo que compensó las desaceleraciones observadas en

el resto del PIB agrícola. Por su parte, en lo relacionado con el sector de 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) y del desempeño de algunos segmentos de las ventas al detal, su expansión anual continuó siendo importante (4,3%).

De esta manera, durante el segundo trimestre de 2012 el crecimiento anual del PIB de los sectores no transables se aceleró (6,0%) y superó al de los transables (3,2%), entre otros aspectos, por cuenta de la fuerte expansión de las obras civiles (Gráfico 16), para los primeros, y por un debilitamiento de la producción agropecuaria e industrial, para los segundos. Este hecho se manifiesta de manera más pronunciada al excluir del cálculo a la minería, pues sin esta el PIB de transable solo creció 1,9% anual.

Gráfico 16
PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables
(crecimiento anual)



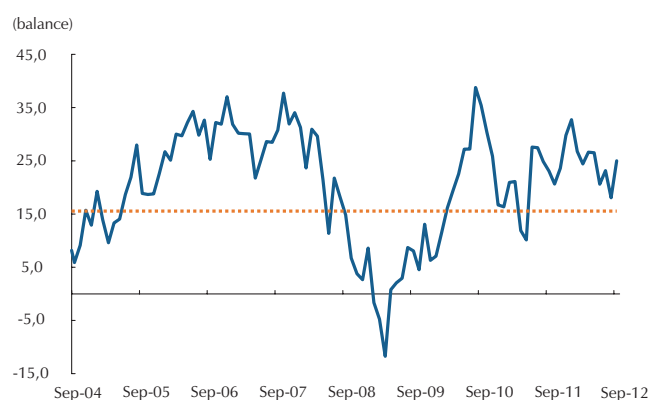
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

B. PRONÓSTICO DE CORTO PLAZO DEL PIB

Los indicadores más recientes del rendimiento de la actividad económica y del gasto de los hogares sugieren que la desaceleración de la inversión y del consumo privados podría continuar entre julio y septiembre de este año. A esto se suman unas exportaciones, en dólares y en cantidades, más débiles en lo corrido del trimestre y también una menor dinámica de las importaciones de bienes de capital.

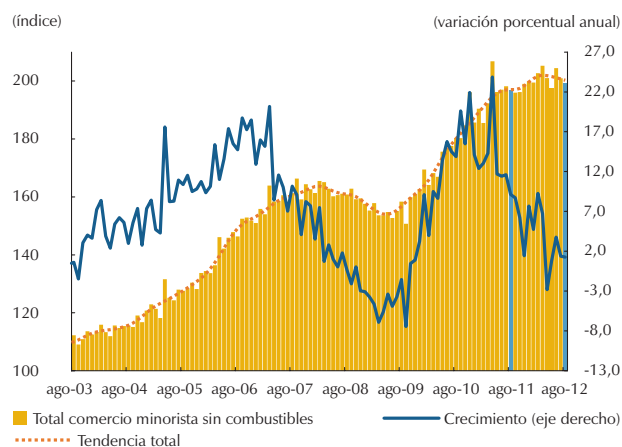
Dentro de los indicadores de gasto, la confianza de los consumidores cayó ligeramente entre junio y septiembre, algo que en parte pudo obedecer a las más difíciles condiciones del contexto externo. Según la información presentada por Fedesarrollo, la recuperación del índice de confianza en el mes de septiembre no compensó los descensos registrados en los dos meses anteriores (Gráfico 17). Dada la alta correlación existente entre este indicador (en términos trimestrales) y el consumo de los hogares, esta dinámica sugiere una desaceleración del gasto privado en el tercer trimestre.

Gráfico 17
Índice de confianza del consumidor



Fuente: Fedesarrollo.

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



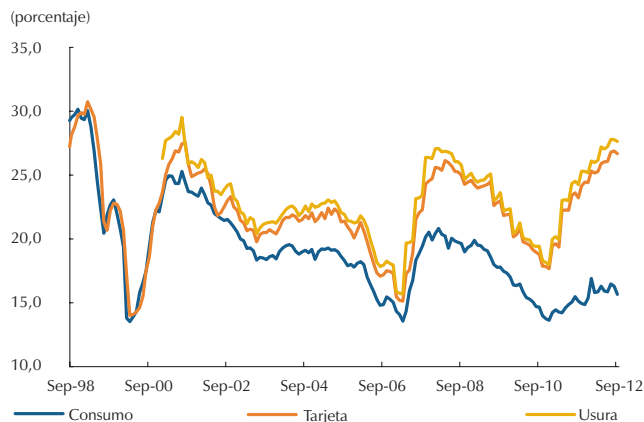
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La información de ventas del comercio al por menor publicada por el DANE también ofrece evidencia de un consumo de los hogares menos dinámico en el tercer trimestre, en línea con lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de junio. En efecto, en agosto las ventas del comercio crecieron a una tasa anual de 1,2%, menor al 1,4% registrado en julio y al 4,0% de junio. El componente tendencial de la serie tiene una pendiente descendente desde hace ya algunos meses (Gráfico 18).

Al desagregar esta información por tipo de bienes, se observó una caída en las ventas de vehículos automotores y motocicletas (-3,7% anual), mientras que las ventas de comercio minorista sin vehículos ni combustibles aumentaron (2,5% anual). De esta forma, cabe esperar una desaceleración mucho más marcada en el consumo de bienes durables que en el de bienes semidurables y no durables. Simultáneamente, las importaciones de bienes de consumo muestran que la desaceleración en los últimos meses es más evidente en las compras de bienes de consumo duraderos que en las de consumo no duradero. Las importaciones más afectadas han sido las de vehículos de transporte y electrodomésticos y demás artefactos domésticos.

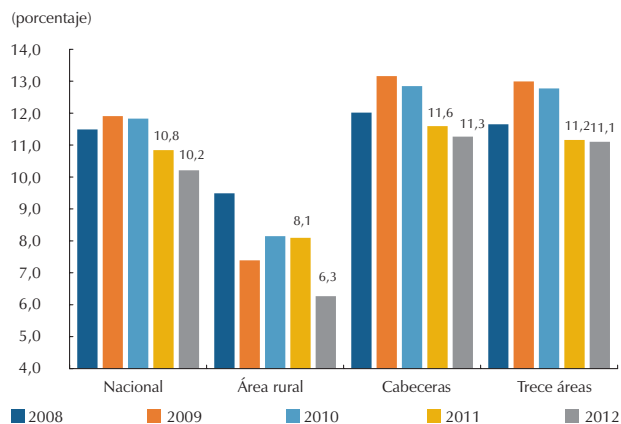
Por el lado de los indicadores de ingreso, si bien los términos de intercambio aún permanecen en niveles que históricamente pueden considerarse altos, estos fueron menores entre julio y septiembre, en comparación con

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



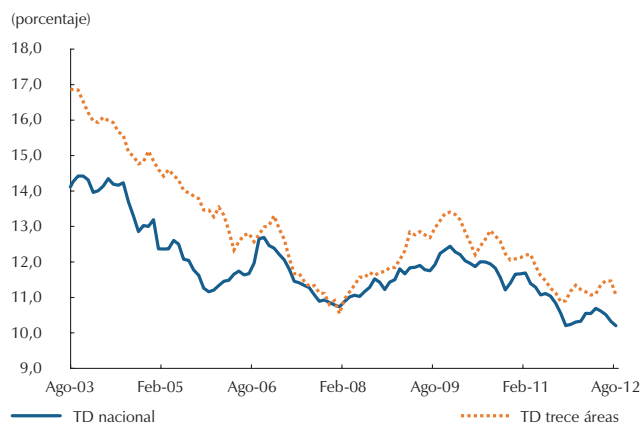
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 20
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil junio-julio-agosto)



Fuente: DANE (GEIH).

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



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

aquellos correspondientes al primer y segundo trimestres del año. Esto obedeció a menores precios internacionales de petróleo y carbón, principalmente; lo que representa menores ingresos potenciales para el país por concepto de ventas al exterior.

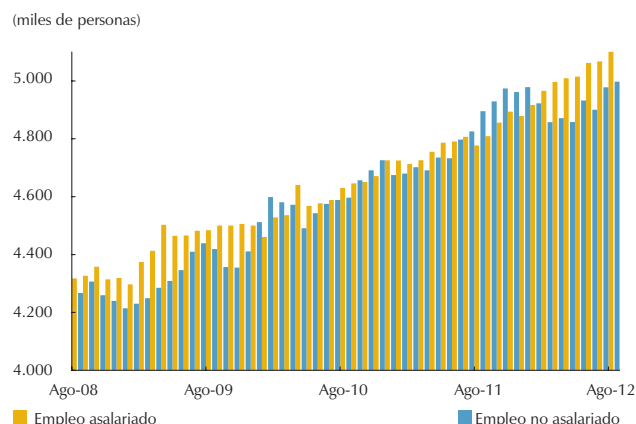
Con respecto al financiamiento del gasto de los hogares, se observaron tasas de interés reales en promedio mayores que las del segundo trimestre, pero con caídas en sus niveles en el margen (Gráfico 19). Cabe señalar que existe un rezago normal en la respuesta de las tasas de interés de mercado a la política monetaria más expansiva que se ha dado a lo largo del tercer trimestre. La expansión del crédito en términos nominales, por su parte, siguió normalizándose. En particular, la cartera de consumo pasó de crecer de tasas anuales cercanas al 23,0% durante el segundo trimestre a tasas del 20,5% en el tercero. Esto también podría sugerir un consumo privado menos dinámico durante el tercer trimestre.

Además, si bien se observan reducciones en la tasa de desempleo, estas han sido cada vez de menor magnitud, continuando con la tendencia descrita en el anterior *Informe sobre Inflación*. Para el trimestre móvil terminado en agosto se registró una tasa de desempleo de 10,2% y 11,1% para el total nacional y las trece principales áreas metropolitanas, respectivamente. Se destaca el desempeño del mercado laboral rural, pues en esta ocasión el desempleo rural se redujo en 1,8 pp, ubicándose en 6,3% (Gráfico 20).

El análisis con series desestacionalizadas revela una tasa de desempleo que se mantiene relativamente estable en las trece áreas, mientras que en el total nacional muestra reducciones en lo corrido del año (Gráfico 21).

Sin embargo, la tendencia del empleo seguía siendo favorable en agosto: el número de ocupados creció a tasas de alrededor del 4,5 y 5% en las trece áreas y el total nacional respectivamente, el empleo asalariado siguió acelerándose y el no asalariado se ha desacelerado (Gráfico 22). Lo anterior podría explicar por qué la confianza del consumidor se mantiene por encima de su promedio histórico, pese a los niveles observados en julio y agosto.

Gráfico 22
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

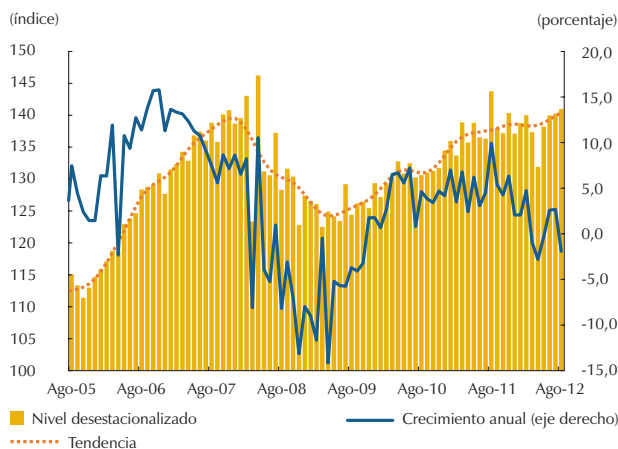
Por el lado de la inversión, la información disponible indica que la dinámica observada en el segundo trimestre podría mantenerse. Las importaciones de bienes de capital para la industria en dólares CIF se aceleraron en sus tasas de crecimiento para el promedio julio-agosto (16,8%), frente a lo registrado en el trimestre abril-junio (13,7%). En el caso de las importaciones de bienes de capital para la agricultura e importaciones en equipo de transporte se registraron resultados contrarios: pasaron de crecer a tasas anuales de 8,7% y 1,4% en el segundo trimestre, a hacerlo -8,3% y -10,4% en los meses de julio y agosto, respectivamente. Para la inversión en construcción y edificaciones y en obras civiles el panorama es más incierto. Se prevén moderaciones en las expansiones de ambos rubros, en parte, por la

normalización de la actividad en el sector, luego de los vastos y súbitos repuntes en las tasas de crecimiento registradas en el segundo trimestre.

Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el tercer trimestre muestran señales mixtas. Por ejemplo, algunos de estos relacionados con la industria continuaron mostrando deterioros. Por el contrario, cifras asociadas con sectores de agricultura y minería registraron mejoría con respecto al trimestre anterior. En otros sectores, como comercio, los indicadores muestran comportamientos dispares.

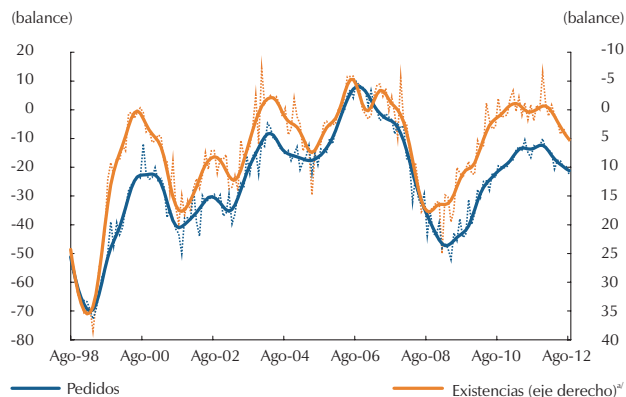
En este informe se espera que el valor agregado generado por la industria presente un crecimiento moderado en términos anuales en el tercer trimestre, algo que significa una mejoría frente a la situación observada en el segundo trimestre. En particular, en julio y agosto el índice de producción industrial sin trilla de café creció 0,4% en promedio (-0,2% entre abril y junio), con lo que el componente tendencial de la serie mostró una pendiente ascendente (Gráfico 23). Este comportamiento ha sido favorable a pesar de las caídas registradas en sectores como químicos y la refinera de petróleo, los cuales han afrontado algunos problemas de oferta desde mediados del segundo trimestre. En el primer caso se reportaron problemas de disponibilidad de materias primas, mientras que en el segundo se vio afectado en lo corrido del año por mantenimientos programados en algunas refineras. Estos inconvenientes, aunque persisten en los últimos meses, son menos pronunciados que los observados en el período abril-junio, lo que, junto con el crecimiento moderado en otros sectores, podría permitir un avance modesto de la industria en el tercer trimestre.

Gráfico 23
Índice de producción industrial sin trilla de café
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 24
Indicadores de pedidos y existencias de la industria

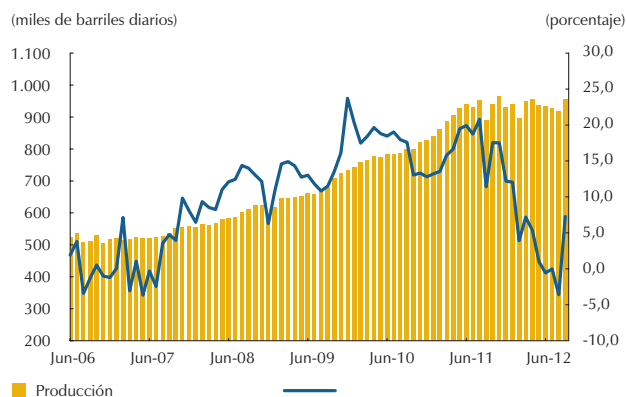


a/ Se muestra en eje inverso.
Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

De acuerdo con lo anterior, el comportamiento reciente de las exportaciones industriales en julio y agosto, que crecieron en promedio 5,4% anualmente, sugiere alguna recuperación de la demanda para este sector, principalmente la proveniente de Venezuela. De igual manera, según la encuesta de la Asociación Nacional de Empresarios (ANDI), el problema asociado con la baja demanda, que venía incrementándose fuertemente desde inicios de año, registró una corrección en agosto. Esto contribuiría a un mejor desempeño de la industria en caso de que la recuperación de la demanda externa y la interna se sostengan en lo que resta del año. Sin embargo, los avances de la industria serían moderados, pues todavía la confianza se encuentra golpeada por la desaceleración de la demanda mundial y los choques de oferta ya señalados. Por ejemplo, indicadores de pedidos y existencias publicados por Fedesarrollo continuaron registrando retrocesos en agosto, aunque todavía se encuentran por encima de sus promedios de los últimos veinte años (Gráfico 24). Adicionalmente, las expectativas de producción a tres meses también han presentado caídas importantes.

Entre los indicadores más favorables durante el tercer trimestre se encuentra la producción de café, que continuó presentando una significativa recuperación y se expandió 21% anual en dicho período. Por el contrario, en el caso de la minería, la producción de petróleo entre julio y agosto fue menor que la prevista, e incluso menor al promedio en lo corrido del año, fenómeno asociado con los problemas de transporte de crudo. Sin embargo, la cifra registrada en el mes de septiembre, cuyo incremento fue significativo y sugiere que estos inconvenientes estarían siendo superados (Gráfico 25). Pese a la recuperación observada en el último mes, el nivel de producción sigue estando por debajo de las metas propuestas al inicio del año.

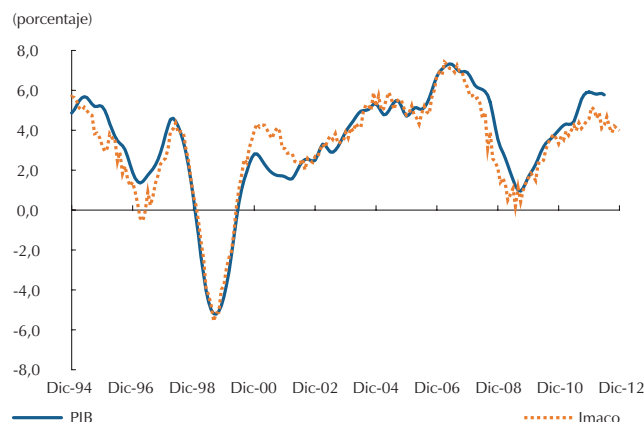
Gráfico 25
Producción de petróleo
(mensual y crecimiento anual)



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

Así las cosas, por ramas de actividad el sector de más pobre desempeño continuaría siendo la industria, aunque se espera una recuperación modesta frente al trimestre anterior, como se anotó. Por el contrario, algunos de los sectores más dinámicos podrían ser el financiero y el de la construcción. En lo que concierne al primero, como se mencionó, pese a la desaceleración del crédito, su comportamiento aún es dinámico y permitiría que los servicios de intermediación financiera continúen aportando al PIB de manera importante. En relación con la construcción, el censo de edificaciones del segundo trimestre muestra un importante incremento en el área causada, que permite ser optimista frente al desempeño de este sector. A ello se suman unas obras civiles que al parecer mantendrían

Gráfico 26
Imaco: indicador líder 5 meses del PIB^{a/}



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

los altos niveles observados en el segundo trimestre. El sector de la minería, que venía presentando crecimientos anuales cercanos o por encima de dos dígitos desde hace varios trimestres, deberá registrar una desaceleración de alguna importancia debido al pobre desempeño de la producción petrolera.

Todo lo anterior permite estimar un rango de pronóstico para el crecimiento del PIB en Colombia en el tercer trimestre de entre 3,3% y 4,8%, con escenario más probable por debajo del punto medio del intervalo. Esto implica una desaceleración con respecto a lo observado en el segundo trimestre (4,9%), lo que, en parte, obedece a una base de comparación muy alta en igual período del año anterior y a una demanda interna

menos dinámica, pero también es consistente con una economía que se expande en términos trimestrales. Los pronósticos suponen un crecimiento del consumo público relativamente bueno y que tiene en cuenta los planes de gasto anunciados por el Gobierno nacional, así como la dinámica registrada por este rubro durante el segundo trimestre.

Por último, el indicador líder Imaco, calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a agosto, también muestra una desaceleración, afín con el anterior pronóstico (Gráfico 26). El nivel sugerido por el indicador se ubica por debajo de la tasa promedio de crecimiento de la última década, sin embargo, en los últimos tres trimestres esta metodología ha subestimado en alguna medida la expansión observada de la economía, por lo menos la reportada en las primeras publicaciones. Este hecho se puede atribuir a la falta de representatividad de las series que conforman el indicador, sobre todo en lo que respecta a sectores como el minero y la construcción, en particular las obras civiles.

Recuadro 2

UNA PRIMERA APROXIMACIÓN A LA IDENTIFICACIÓN DE CHOQUES TEMPORALES DE OFERTA EN LA INDUSTRIA COLOMBIANA

Sebastián Amador
Camilo Cárdenas Hurtado*

En este documento hacemos una primera aproximación a la identificación de choques de oferta transitorios en la industria colombiana, para sugerir algunos criterios que permitan una mejor comprensión de los desequilibrios económicos, los cuales faciliten la labor de la autoridad monetaria.

Se define un choque de oferta temporal como un evento exógeno que restringe las condiciones productivas de la firma, pero que no influye en las expectativas de los agentes ni en el nivel de empleo en el mediano y largo plazos. La anterior definición es afín con la hipótesis de que las firmas que se enfrentan a costos de ajuste de sus factores reducen su nivel de producción durante el período de restricción, disminuyendo sus niveles de uso de la capacidad instalada, pero manteniendo constantes, por ejemplo, sus niveles de contratación (fenómeno conocido como labor hoarding). Esta reacción implica que las firmas incorporan en su conjunto de información el hecho de que el choque es temporal, por lo que este no afecta sus expectativas de mediano y largo plazos. Por otro lado, un choque de oferta temporal puede tener efecto sobre los precios; sin embargo, la variación en su nivel depende de la magnitud del choque, en comparación con los costos de menú. Solamente aquellos choques lo suficientemente grandes y persistentes afectarán las expectativas y, por tanto, tendrán efectos inflacionarios (Ball y Mankiw, 1995).

En este orden de ideas, si el choque es transitorio, una respuesta de política que busque la estabilidad del producto implicaría un costo de bienestar permanente en la forma de un mayor nivel de precios (Gordon, 1984). Entonces, para la política monetaria, al cumplir su papel de propender por la estabilidad de precios en el largo plazo y así facilitar una senda de crecimiento sostenible, lo óptimo sería que no respondiera a este tipo de choques, siempre y cuando estos no afecten las expectativas de los agentes. Identificar estos episodios de manera correcta es, por tanto, relevante para la política monetaria.

Atendiendo a estas consideraciones, en este trabajo se examinan aquellos períodos en los que hay evidencia de fuertes desaceleraciones en las expansiones anuales del índice de producción industrial (IPI)¹, publicado por el DANE, y al tiempo se observa una relativa estabilidad en la tendencia de un índice agregado de expectativas económicas², construido a partir de la información producida por Fedesarrollo, y en los crecimientos en la contratación de empleo permanente, según lo presenta el DANE en la Muestra Mensual Manufacturera (MMM). Paralelamente, se hace un barrido de alguna información que procede de fuentes periodísticas y oficiales, de manera que se identifican de manera anecdótica aquellos períodos en los que se consideró la existencia de algún tipo de choque de oferta temporal y ya definidos. Las series se analizan en frecuencia trimestral y se corrigen por estacionalidad.

1. Metodología

El criterio de identificación se determinó a partir del análisis de las distribuciones empíricas de la serie de aceleraciones trimestrales de la tasa de crecimiento anual del IPI y del índice de empleo permanente, y de la serie de variaciones trimestrales del índice agregado de expectativas industriales. Para el caso del balance agregado de expectativas económicas de la industria, se tomaron las variaciones trimestrales sobre los niveles. Se trabajó con las aceleraciones trimestrales de las expansiones anuales porque muestra la dinámica misma de la actividad productiva, en el sentido de que, si existen factores que frenen o impulsen la industria, estarán reflejados por completo en el comportamiento de su tasa de crecimiento.

Luego de establecer la distribución de cada una de las series, para el IPI, el empleo permanente y las expectativas se consideran solo aquellos períodos en los que las desaceleraciones observadas se ubicaron en el percentil 35. Así, trimestres en los que las aceleraciones del crecimiento del IPI se encuentren por debajo de este percentil y las series de expectativas industriales o empleo permanente estén por encima, se catalogan como trimestres en los que la producción perdió dinamismo por choques de oferta temporales.

* Los autores son profesionales del Departamento de Programación Macroeconómica e Inflación. Agradecen los comentarios de Adolfo Cobo y la colaboración de Jackeline Piraján. Las opiniones expresadas son responsabilidad de los autores, por lo cual no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Se normaliza la serie del IPI con base en el número de días hábiles de cada mes.

2 Este índice se construye como un agregado de las preguntas 8, 10 y 11 de la encuesta de opinión empresarial que mensualmente adelanta Fedesarrollo.

2. Resultados

La verificación histórica identifica 16 trimestres en los que, según las fuentes oficiales y periodísticas, se registraron choques de oferta transitorios en la economía colombiana. En cuanto al ejercicio estadístico, se identifican 15 trimestres en los que habrían ocurrido dichos choques. En su gran mayoría estos períodos coinciden con los hechos históricos identificados, referidos en el Cuadro R2.1.

3. Conclusiones

De un total de dieciséis posibles choques de oferta transitorios que fueron determinados a partir de la revisión de fuentes históricas, se identificaron a través del ejercicio estadístico catorce trimestres en los cuales, de acuerdo al criterio propuesto, se desaceleró la producción industrial y no se registraron caídas en las expectativas de las firmas ni

en las decisiones de contratación permanente. De estos catorce, once coincidieron contemporáneamente con los históricos, mientras que los tres restantes fueron identificados con máximo un trimestre de rezago o uno de antelación. Se puede concluir que, a pesar de la simplicidad de la técnica expuesta, se llega a resultados adecuados cuando se comparan con la historia de la economía colombiana durante la última década (Gráfico R.2.1). Así mismo, estos resultados soportan la hipótesis de que la reacción de las firmas ante un choque de oferta será reducir su producción, sin modificar sus expectativas ni niveles de empleo. Cabe resaltar que si bien este modelo identifica choques de oferta, no se descarta la posibilidad de que se presenten choques de demanda de manera simultánea.

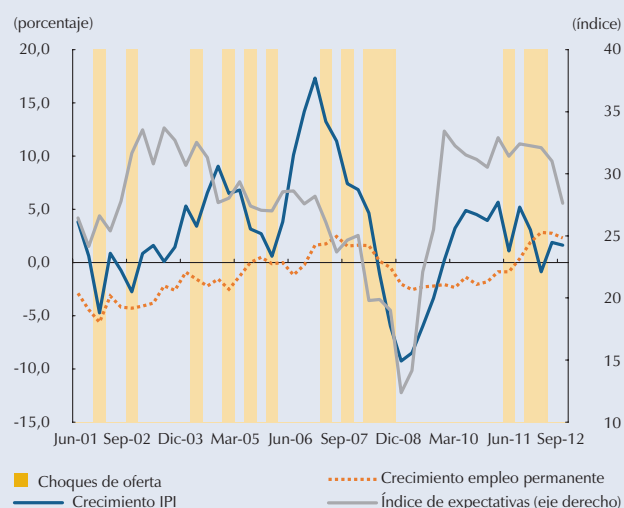
Esta nota pretende ser una primera aproximación al desarrollo de metodologías que identifican choques de oferta transitorios en la industria colombiana, por lo que más allá de dar respuestas concluyentes, pretende plantear inquietudes. Hacia

Cuadro R2.1
Identificación histórica de los choques de oferta

Año	Trimestre	Descripción del choque de oferta	¿Choque identificado por método estadístico?
2002	III	Factores climáticos afectan la oferta agrícola, especialmente de la papa.	Mismo trimestre
2003	III	Factores climáticos adversos y paro en el sector transportador	Distinto trimestre
2004	II	Paro en el sector de transporte	Adelantado
2004	IV	Choques adversos en el sector agrícola, relacionados con factores climáticos y paro laboral en las zonas bananeras	Mismo trimestre
2005	II	Huracán Katrina afectó la cadena de suministros de las industrias de la zona de la bahía del golfo de México, afectando el acceso a materias primas y las exportaciones manufactureras	Mismo trimestre
2005	IV	Lluvias excesivas causan problemas en la producción cafetera y en el transporte de carga por tierra. Cierre por mantenimiento en la refinería de Barrancabermeja.	Mismo trimestre
2006	I	Paro en la carbonífera Drummond. Factores climáticos afectaron la producción cafetera y la extracción de oro y carbón.	Adelantado
2007	I	La presencia del fenómeno del Niño modificó las condiciones de producción lechera y de hortalizas, principalmente.	Mismo trimestre
2008	I	Huelga laboral en la mina de ferroníquel Cerromatoso. Las condiciones climáticas siguen siendo adversas para la producción agrícola.	Mismo trimestre
2008	II	Paro laboral en el sector transportador y en los ingenios azucareros del Valle del Cauca. El Régimen de Lluvias sigue afectando la producción agrícola y dificulta el transporte de carga.	Mismo trimestre
2008	III	Efectos rezagados del paro transportador.	Mismo trimestre
2010	III	Lluvias intensas afectan la producción agrícola, el transporte de carga y la extracción de recursos mineros	No
2010	IV	Cierre parcial de la mina de Cerromatoso a finales de noviembre. Ligeras contracciones en la producción de hierro y acero.	No
2011	II	El cierre de la mina de Cerromatoso tuvo efectos durante el primer semestre de 2011, especialmente en la extracción de Ferroníquel. Algunos efectos rezagados del fenómeno de la Niña sobre la oferta agrícola. El tsunami en Japón pudo interrumpir la cadena de suministros de la industria manufacturera en los EE.UU, afectando también al sector industrial en Colombia.	Mismo trimestre
2011	IV	Problemas climáticos afectan la oferta agrícola.	Mismo trimestre
2012	I	Problemas de suministros y de materias primas en la industria petroquímica y de refinación.	Mismo trimestre

Fuentes: informes sobre inflación, Banco de la República y distintas fuentes periodísticas.

Gráfico R2.1
Choques de oferta identificados mediante el método estadístico, crecimientos anuales del IPI y del empleo permanente, y niveles de confianza industrial



Fuente: Cálculo propio de los autores con base en información del DANE y Fedesarrollo.

futuro sería conveniente estudiar la función de las expectativas dentro de las decisiones de producción de las firmas, así como la relevancia de otras variables e indicadores que puedan estar relacionados con la identificación de choques de oferta.

Referencias:

Ball, L; Mankiw, N. G. (1995). "Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, núm. 1, pp. 161-193.

Gordon, R. J. (1984). "Supply Shocks and Monetary Policy Revisited", *The American Economic Review*, vol. 74, núm. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Sixth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 38-43, mayo.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

En el tercer trimestre la inflación anual al consumidor mantuvo una tendencia descendente y cerró muy cerca del punto medio del rango meta. La inflación básica presentó pocos cambios y se mantuvo un poco por encima del 3%.

En los últimos meses no se observaron presiones inflacionarias de importancia, entre otras razones por un menor dinamismo del consumo privado y por la estabilidad de la tasa de cambio.

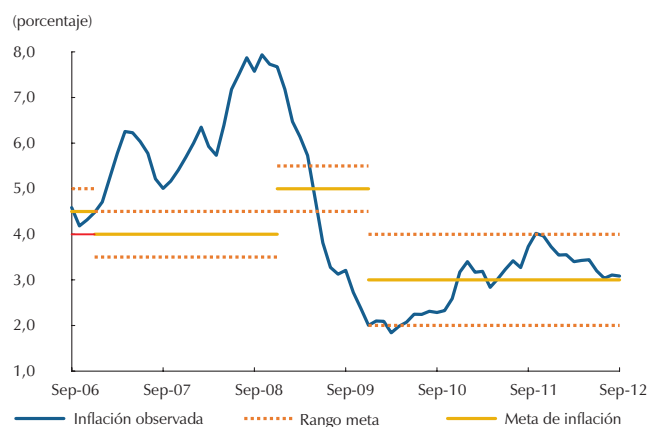
Los precios de los alimentos presentaron un buen desempeño, en particular los de origen procesado, los cuales contribuyeron a reducir la inflación con más fuerza. En el IPC de regulados también ayudaron los menores ajustes de las tarifas de los servicios públicos.

En los últimos tres meses la inflación anual al consumidor se redujo un poco frente a lo observado en el segundo trimestre y se situó por debajo de lo previsto en el *Informe sobre Inflación* anterior. A septiembre de este año el resultado fue 3,08%

frente al 3,20% en junio (Gráfico 27 y Cuadro 6). Salvo en algunos meses, la inflación anual al consumidor ha mantenido una trayectoria descendente importante desde un máximo alcanzado en octubre del año pasado. A partir de esta fecha, la inflación anual ha convergido lentamente al punto medio (3%) del rango meta (2%-4%) fijada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

En el tercer trimestre, al igual que desde finales del año pasado, el descenso de la inflación anual estuvo asociada con el menor ajuste anual observado en los precios de los alimentos, en especial de los procesados, y en el de los regulados, sobre todo de los servicios públicos. En lo corrido de 2012 a septiembre

Gráfico 27
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

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

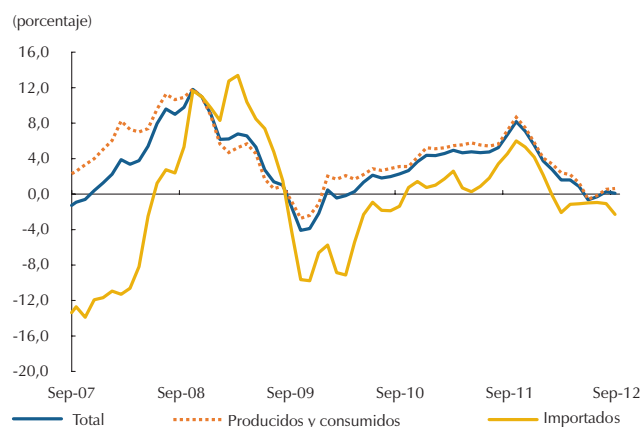
Descripción	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Jul-12	Ago-12	Sep-12
Total	3,73	3,40	3,20	3,03	3,11	3,08
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,74	2,75	2,87
Transables	0,80	0,68	1,01	1,03	0,97	1,09
No transables	3,64	3,71	3,62	3,68	3,94	4,02
Regulados	5,81	4,94	3,92	3,48	3,13	3,31
Alimentos	5,27	4,56	4,22	3,79	4,02	3,63
Perecederos	7,73	5,18	(2,04)	(3,86)	(3,00)	(2,35)
Procesados	4,50	3,69	5,12	4,95	5,08	4,33
Comidas fuera del hogar	5,59	5,87	5,52	5,37	5,39	5,21
Indicadores de inflación básica						
Sin alimentos	3,13	2,95	2,80	2,74	2,75	2,87
Núcleo 20	3,92	3,76	3,56	3,65	3,80	3,71
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,18	2,99	3,23	3,27	3,30	3,33
Inflación sin alimentos ni regulados	2,38	2,38	2,48	2,52	2,64	2,74
Promedio de todos los indicadores	3,15	3,02	3,02	3,04	3,12	3,16

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

se ha acumulado un aumento del IPC de 2,32%, el cual es significativamente menor que el causado en igual período de 2011 y todavía muy por debajo del 3%. Teniendo en cuenta ello y el hecho de que los ajustes de precios de finales de año suelen ser menores que los del primer semestre, puede afirmarse que la probabilidad de que 2012 termine con una inflación muy cercana a la meta de largo plazo (3%) es bastante alta.

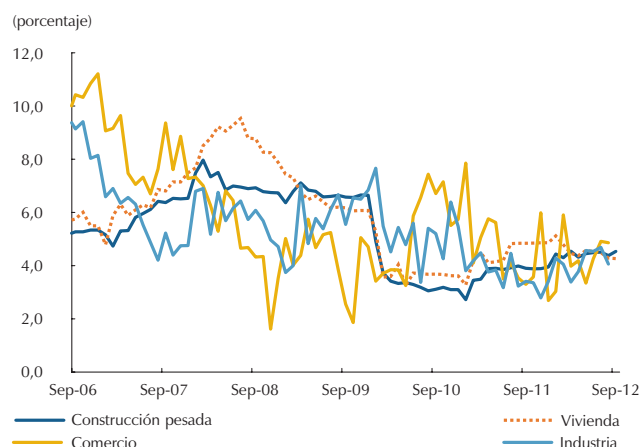
En general, durante el tercer trimestre no se hicieron evidentes presiones inflacionarias de importancia. De hecho, por el lado de la demanda, estas se habrían atenuado un poco en vista de que el consumo de los hogares tendió a ser menos dinámico y de que el crédito a consumidores y firmas se desaceleró. Por otra parte, en los últimos meses las presiones de costos no salariales han seguido siendo moderadas como lo sugiere el bajo nivel que continúa mostrando la variación anual del índice del precio del productor (IPP) total con 0,1% en septiembre, cifra que en junio de este año era -0,7% (Gráfico 28). De la misma manera, los costos salariales han estado contenidos desde hace varios meses, con aumentos nominales entre 4,0% y 5,0%, tasas que son compatibles con la meta de inflación, siempre y cuando la productividad del trabajo crezca a un ritmo anual de 1,0% (Gráfico 29).

Gráfico 28
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

Gráfico 29
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A los factores anteriores se suma el favorable comportamiento de las expectativas de inflación y las pocas presiones a la depreciación. A septiembre, las expectativas habían cedido, convergiendo al 3%, como se muestra en el capítulo IV de este informe. Ello debe haber reducido la frecuencia de los ajustes de precios de muchos bienes y servicios indexados y ha atenuado los ajustes de los salarios. Por su parte, el tipo de cambio permaneció bastante estable alrededor de \$1.800 por dólar en los últimos ocho meses, lo que mantuvo a raya las presiones tanto sobre los costos importados —como lo muestra el bajo nivel del IPP respectivo (-2,3% a septiembre)—, como sobre los precios al consumidor, según se detalla más adelante.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

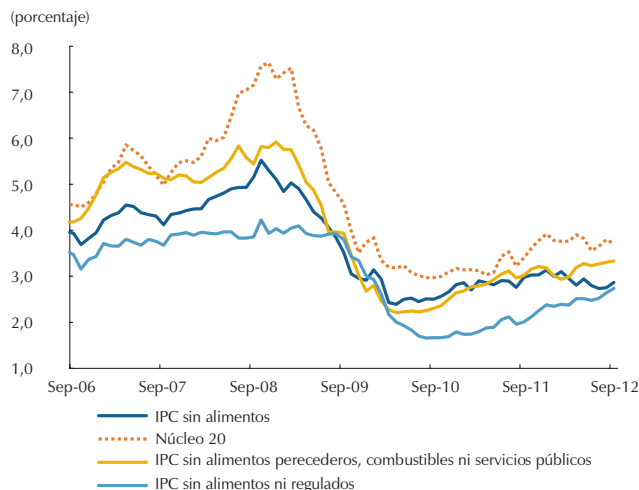
El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica, monitoreados regularmente por el Banco de la República, aumentó un poco en los últimos tres meses, situándose en 3,2% en septiembre frente a 3,0% en junio. El alza, sin embargo, no representa un cambio importante frente a lo observado en la primera mitad del año, cuando la inflación básica se mantuvo relativamente estable. De hecho, en diciembre de 2011 el promedio en cuestión también tenía un registro de 3,2%.

El aumento del promedio de los indicadores de inflación básica tampoco puede ser atribuido a presiones inflacionarias mayores en los últimos meses, siendo más bien el resultado (en buena parte) de una base de comparación baja en el tercer trimestre de 2011. En dicha oportunidad algunos precios del grupo de diversión, cultura y esparcimiento se redujeron fuertemente, cosa que no ha sucedido este año.

Durante lo corrido del año, incluido el tercer trimestre, los cuatro indicadores de inflación básica se mantuvieron en un rango entre 2% y 4%. El IPC sin alimentos, en particular, registró una variación anual de 2,9% en septiembre frente a 2,8% en junio. Desde marzo los resultados para este indicador han estado por debajo del 3%, sin una tendencia definida. Algo similar se aprecia en el núcleo 20, aunque con el registro más alto de las cuatro medidas (3,7% en septiembre) (Gráfico 30).

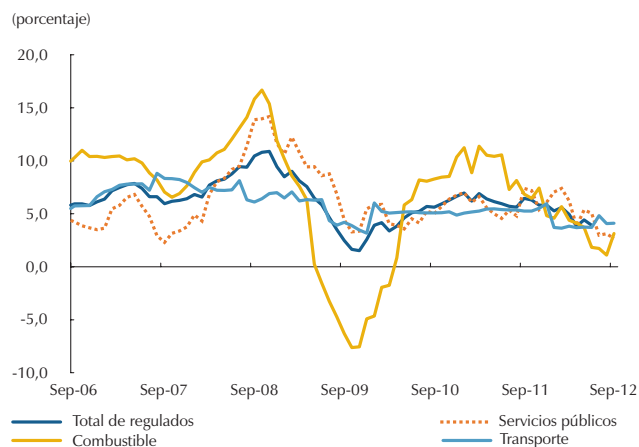
Los dos indicadores restantes también aumentaron en los últimos meses, siendo el IPC sin alimentos ni regulados el caso que más llama la atención. La tendencia de este indicador ha sido al alza desde hace más de dos años, aunque su nivel aún

Gráfico 30
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
Inflación anual de regulados y sus componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

es inferior al 3% (2,7% en septiembre) (Gráfico 30). En 2010 y 2011 la apreciación y probablemente las caídas de los precios internacionales hicieron posible reducciones en los precios de los bienes transables, que mantuvieron la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados cerca al 2%. Estos fenómenos no se han observado en 2012, por lo que el indicador estaría acercándose a la meta puntual de 3%.

Dentro del IPC sin alimentos y de los otros indicadores de inflación básica se observaron dos influencias en el tercer trimestre: una bajista, en los precios de los bienes y servicios regulados y, otra al alza, concentrada en algunos rubros tanto no transables como transables.

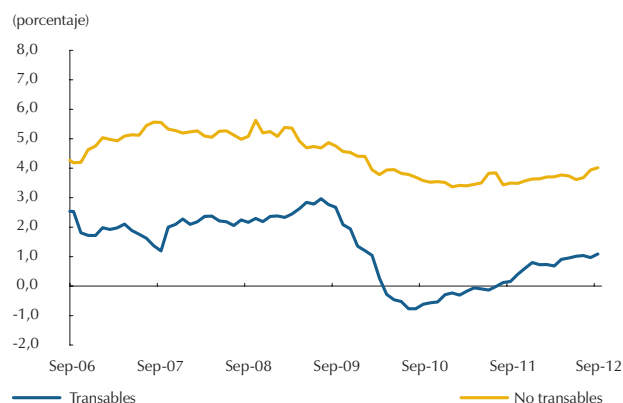
En el IPC de regulados la variación anual descendió de 3,9% en junio a 3,3% en septiembre, más allá de lo previsto en el informe trimestral anterior. Este indicador viene desacelerándose, casi sin pausa desde hace un año, cuando alcanzó un máximo reciente de 6,5% en septiembre de 2011 (Gráfico 31). En los últimos tres meses el descenso es atribuible al IPC de los servicios públicos, cuyo ajuste anual ha venido disminuyendo a lo largo del año, pero con más fuerza entre junio (5,1%) y septiembre (2,7%).

Sin embargo, en septiembre se presentó un incremento notable que no se esperaba en las tarifas de energía eléctrica (superior al 3,0%), el cual se le atribuye a un inusitado repunte en los precios de la Bolsa Nacional de Energía, dada la mayor probabilidad inicial de ocurrencia de un fenómeno de El Niño. A pesar de ello, estos precios en bolsa comenzaron a descender en las

primeras semanas de octubre, tan pronto se revisó hacia abajo la probabilidad de ocurrencia del evento climático de El Niño.

En el caso de los combustibles (3,1%) y el transporte público (4,1%), durante el tercer trimestre se observó una aceleración. En los combustibles, si se aprueba el proyecto de Ley de la Reforma Tributaria que entraría a regir a partir de 2013, el precio de la gasolina podría caer cerca de \$200 por galón, ya que el IVA y el impuesto global, que hoy representan cerca de \$1.250 por galón, serían sustituidos por el impuesto general a la gasolina, que costaría \$1.050 por galón. En el transporte también se podría esperar un ajuste en las tarifas de los pasajes del Sistema Integrado de Transporte Público (SITP) de la capital, ya que el transbordo entre sistemas es gratuito en horas valle y vale \$300 en hora pico, con lo cual se estaría configurando una rebaja importante para los pasajeros que realicen transbordos. Este cambio está sucediendo de manera gradual y de acuerdo con un cronograma

Gráfico 32
Inflación anual de transables y no transables, sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

previamente establecido: por ejemplo, de las nuevas 650 rutas, solo se han inaugurado unas pocas en algunas localidades de la ciudad. Sin embargo, en 2013 al avance debería ser más rápido.

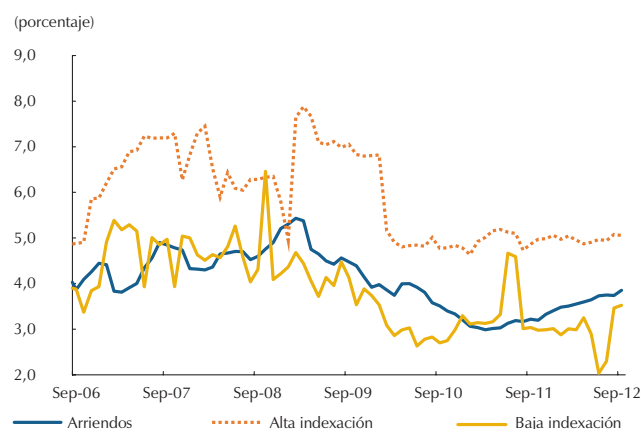
Con respecto a la variación anual del componente no transable del IPC sin alimentos, luego de mantenerse relativamente estable entorno del 3,6% desde hacía dos años, subió a 4,0% al finalizar el tercer trimestre (Gráfico 32). Dicho repunte debe su explicación a dos fenómenos.

El primero, que es de mayor magnitud, se relaciona con una aceleración de la variación anual del IPC de servicios relacionados con la diversión, la cual no tiene que ver tanto con un aumento de precios en los últimos meses, como con un descenso de los mismos en

el tercer trimestre de 2011, que no se repitió este año. Este rubro (en particular las boletas de fútbol) decreció algo más de 17% entre junio y septiembre del año pasado, mientras que en la actualidad lo hizo solo en 1,6%, con lo cual la variación anual se disparó, empujando al segmento no indexado de no transables, así como al mismo subgrupo (Gráfico 33). En este caso, las alzas no pueden ser atribuidas a mayores presiones de demanda o problemas de expectativas, pues, entre otras, obedecen a choques puntuales que no tendrían incidencia sobre la inflación de largo plazo y sobre la de origen monetario.

El segundo tiene que ver con la aceleración lenta pero constante que se observa en el rubro de arriendos, la cual continuó en el tercer trimestre. La variación anual del IPC en cuestión se situó en 3,9% en septiembre frente a 3,7% en junio y 3,4% en diciembre de 2011 (Gráfico 33). Es probable que el incremento acumulado de la demanda a partir de 2010 explique este fenómeno, que también estaría relacionado con el alza en el precio de la finca raíz.

Gráfico 33
Inflación anual de no transables



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

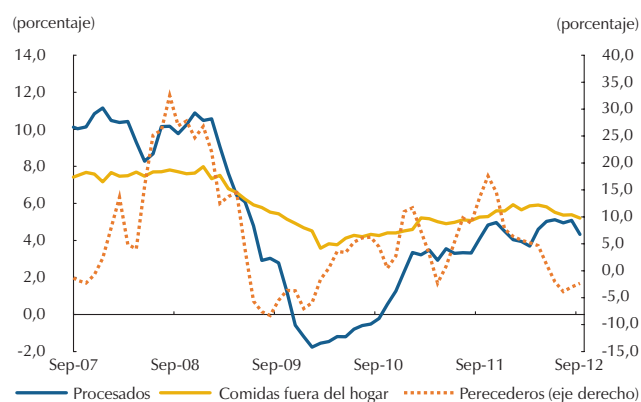
Finalmente, el componente transable del IPC sin alimentos, fluctuó alrededor de 1% en el último trimestre, aumentando muy poco entre junio y septiembre. Esta situación contrasta con la tendencia ascendente más marcada que dicha agrupación mostró desde el segundo semestre de 2010 (Gráfico 32). Algunos productos de aseo personal y del hogar, así como los insecticidas y relojes, experimentaron ajustes positivos que superaron el 1,0% durante el trimestre. Por el contrario, otros rubros, como aparatos eléctricos, electrónicos y de comunicaciones, continuaron experimentando reducciones de precios. Automóviles, el tercer rubro que más importancia tiene en la canasta del consumidor (con 4,4%), registró algunos incrementos en precios, luego de caídas casi continuas en

Gráfico 34
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 35
Inflación de alimentos por grupos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

los últimos años. En general, la relativa estabilidad del grupo transable en los últimos meses es consistente con los pocos cambios que ha exhibido el tipo de cambio en el mismo período.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

El IPC de alimentos fue el subgrupo que más contribuyó a la desaceleración de la inflación en los últimos meses. El resultado de septiembre (3,6%) es inferior en 59 pb frente al de junio y se situó por debajo de lo previsto en el *Informe sobre Inflación* anterior (Gráfico 34).

La variación anual del IPC de alimentos ha presentado una tendencia decreciente desde finales del año pasado, en gran parte debido a las reducciones o escasas alzas en los precios de un amplio conjunto de productos perecederos. Los relativamente altos niveles alcanzados en 2011 y unas condiciones climáticas favorables en lo corrido del año favorecieron este comportamiento, el cual se extendió al tercer trimestre de este año (Gráfico 35). Sin embargo, en agosto y septiembre se empezaron a observar algunas alzas o menores caídas de estos precios, lo que podría indicar que este ciclo bajista podría estar llegando a su fin y que la variación anual del IPC de alimentos perecederos dejará de caer en los próximos meses, como de hecho ya sucedió en el último mes

Con respecto a los alimentos procesados, en los últimos tres meses los aumentos de precios fueron más bien moderados e incluso se presentaron algunas reducciones, lo que permitió un leve descenso en su variación anual (de 5,1% en junio a 4,3% en septiembre), siendo el subgrupo que más contribuyó a la desaceleración de la inflación en el trimestre. El aumento registrado durante el tercer trimestre del año en los precios internacionales de los cereales y aceites no parece haberse transmitido aún a los precios al consumidor en Colombia. Por su parte, las comidas fuera del hogar también muestran un comportamiento bajista durante 2012, al pasar de niveles cercanos a 5,9% empezando 2012 a 5,5% en junio, y a 5,2% en septiembre.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

Los pronósticos de crecimiento cambiaron poco en este informe frente a lo presentado en el de junio. Se espera que la economía colombiana mantenga una tasa de crecimiento para todo 2012 y 2013 cercana a la del promedio de la última década (4,3%).

La probabilidad de que la inflación termine cerca de la meta de largo plazo este año (3,0%) y continúe en este nivel en 2013 es alta. Las presiones de demanda seguirán siendo escasas.

Los riesgos sobre el crecimiento y la inflación en Colombia siguen sesgados a la baja debido a los peligros que aún se ciernen sobre la estabilidad económica mundial.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Las estimaciones de crecimiento económico que aquí se presentan cambiaron marginalmente frente a lo expuesto en el anterior *Informe sobre Inflación*. Según los últimos ejercicios de pronóstico, para todo 2012 y 2013 la economía colombiana crecerá en términos reales a una tasa cercana al promedio de la última década. A pesar de la mayor cantidad de información de la que se dispone para evaluar el rango de pronóstico, se mantiene una alta incertidumbre en el entorno internacional, por lo que los riesgos a la baja son importantes. En términos generales, se siguen previendo menores expansiones en los rubros de consumo privado e inversión con respecto a lo observado en la primera mitad del presente año y en 2011, como resultado de una confianza interna que se resiente, en parte, por las difíciles condiciones internacionales y por un impulso débil de la demanda externa.

Si bien el crecimiento esperado este y el próximo año para la economía mundial y para nuestros principales socios comerciales aumentó ligeramente, aún se espera que el panorama internacional continúe complicado y que la dinámica de las exportaciones siga disminuida. Además, se prevé que la tendencia ascendente que han mostrado los términos de intercambio desde mediados de 2009 se frene para

*Los pronósticos
contemplan un
menor crecimiento
del consumo en todo
2012 con respecto al
observado en 2011.*

el promedio de 2012 (como de hecho ya viene sucediendo en los últimos meses) y en 2013, con unos precios del petróleo que no deberán aumentar en lo que resta de este año y que incluso disminuirán un poco el próximo, como se discutió en el capítulo I. Ambos fenómenos podrían tener un efecto adverso sobre la dinámica de los ingresos nacionales público y privado para lo que resta del año y para el próximo.

Para elaborar los pronósticos de crecimiento expuestos más adelante también se tuvo en cuenta los siguientes supuestos sobre el comportamiento del consumo del Gobierno y de la inversión en obras civiles. En el primer caso se contemplaron expansiones anuales, que se ubicarían entre 4,7% y 5,3% para 2012 y entre 3,0% y 6,0% para 2013. Estas cifras son en general coherentes con un buen desempeño del recaudo fiscal del Gobierno nacional central (GNC) en 2012, con los mayores gastos asociados con la continuación de los programas de recuperación por la ola invernal de años anteriores y con mayores tareas regulatorias y de supervisión asignadas al Estado. Por su parte, los programas de inversión en infraestructura vial y de construcción de viviendas con fines sociales permiten prever crecimientos entre 1,5% y 10,2% para 2012 y entre 7,0% y 13,0% para 2013 para el rubro de obras civiles. La gran amplitud de estos últimos intervalos intenta recoger la alta volatilidad que este agregado ha mostrado en los años recientes.

Teniendo en cuenta lo anterior, y tal como se viene planteando desde hace ya algunos informes, el ejercicio de pronóstico sigue considerando una desaceleración del consumo privado para todo 2012 con respecto a lo observado en 2011. Sus tasas de crecimiento anual se ubicarían cerca del promedio de los últimos diez años. Conviene llamar la atención sobre las expectativas que se tienen acerca de la expansión del consumo de bienes durables, pues proyecta que en el cuarto trimestre de 2012 se observe un repunte frente a lo registrado en el segundo y lo que se prevé para el tercer trimestre, lo cual estaría relacionado en particular con mayores ventas de automotores. Para 2013 se prevé que la dinámica del consumo de los hogares se mantenga, por lo que se podrían registrar crecimientos anuales similares a los esperados para el presente año.

Algunas de las razones que explicarían esta moderación están relacionadas principalmente con el comportamiento del ingreso disponible de las familias. Las transferencias desde el resto del mundo a los hogares colombianos se desaceleraron en la primera mitad del año y no se espera que crezcan en el segundo semestre y que lo haga muy poco en 2013, dada la deteriorada situación en España y el bajo desempeño de la economía de los Estados Unidos. Además, para lo que resta de 2012 se estiman menores expansiones del crédito, en parte por las medidas tomadas por las autoridades financieras en la primera mitad del año. Por otro lado, es posible que se esté llegando a un pico en el ciclo de consumo de los hogares, sobre todo en el caso de bienes durables, por lo que el panorama para la segunda mitad de 2012 y 2013 implica menores crecimientos en estos segmentos. Aún no es claro el posible impacto que tenga la Reforma Tributaria sobre el consumo de los hogares; sin embargo, no se espera que los cambios impositivos propuestos tengan injerencia alguna sobre los patrones de consumo de las familias.

En 2012 las ramas de actividad más dinámicas serán la minería, la construcción y el sector financiero.

El rubro de formación bruta de capital fijo también exhibiría incrementos anuales menores durante 2012 y 2013 frente al año pasado. Las desaceleraciones más marcadas se presentarían en las inversiones en equipo de transporte y el de maquinaria y equipo, propiciadas también por una menor dinámica del crédito y por menores niveles de confianza industrial. Sin embargo, el componente de construcción y edificaciones sí mostraría un mejor comportamiento en 2012 que en el año pasado, hecho que se evidencia en las altas tasas de expansión ya observadas durante la primera mitad del año (en especial las del segundo trimestre).

Con respecto al comercio exterior, se mantiene el pronóstico de unas exportaciones que crecen en 2012 a una tasa significativamente menor que la del año pasado. Esto es consistente con un escenario externo como el ya descrito y con unos menores precios de bienes básicos en los mercados internacionales. Para 2013 la debilidad de las exportaciones se mantendría toda vez que se espera una tasa de expansión muy débil para la economía mundial y los principales socios comerciales del país. De manera similar, las importaciones también mostrarían menores desempeños en 2012 y 2013 en comparación con los de 2011, afines con el más bajo dinamismo que se prevé para la demanda interna privada.

En cuanto al PIB por el lado de la oferta, los pronósticos en el escenario más probable apuntan a que las ramas de actividad más dinámicas en 2012 serían la minería, la construcción y el sector financiero. En lo que respecta al sector minero, se tienen menores previsiones sobre la producción de petróleo, en comparación con las del *Informe sobre Inflación* anterior. La revisión se explica porque los riesgos bajistas asociados con los problemas de transporte del crudo se materializaron y se extendieron hasta mediados del tercer trimestre⁷. De esta manera, en el escenario más probable de crecimiento contempla que para los próximos tres meses los niveles de producción se mantengan alrededor de lo observado en septiembre. Así, el promedio anual se ubicaría alrededor de los 940 mil barriles de crudo diarios, cifra menor a la proyectada en el informe trimestral anterior (950 mil barriles). Este pronóstico, de todas maneras, implica un incremento frente a las cifras de 2011. Para 2013 se estima un aumento adicional de 11,6% en la producción de petróleo (a un millón mil barriles diarios), consistente con el escenario central de balanza de pagos, discutido en el capítulo I.

En el presente año la producción de petróleo terminará por debajo de lo proyectado en informes anteriores.

Algo similar ocurriría con la producción de carbón, que a pesar de anticiparse un crecimiento importante en todo 2012, se ubicaría por debajo de las metas propuestas al inicio del año y de lo previsto en informes anteriores (inferior a los 93 millones de toneladas).

En ese contexto, la expansión proyectada del PIB minero se ubicaría por debajo de las tasas registradas en los últimos cuatro años, y un poco por debajo de lo

⁷ En ese entorno la producción se ubicó por debajo de lo previsto, en particular en los meses de julio y agosto (924 mil barriles de crudo diarios en promedio), aunque la cifra reportada en septiembre presentó una significativa recuperación (956 mil barriles de crudo diarios).

Los programas de vivienda del Gobierno permiten esperar un buen desempeño de la construcción en 2013.

previsto en el informe trimestral anterior; sin embargo, continuaría siendo la rama más dinámica de la economía colombiana en este y el próximo año.

En cuanto al sector de la construcción, la subrama de edificaciones deberá terminar creciendo en todo 2012 a una tasa positiva, pero menor que la observada en promedio durante el primer semestre (10%). Los programas del Gobierno orientados a la construcción de vivienda con fines sociales y el aumento en el precio de la finca raíz permiten esperar un desempeño relativamente favorable también para 2013. Por otro lado, para la subrama de obras civiles, en el escenario más probable se prevé que los niveles observados del segundo trimestre se mantengan durante el resto del año, lo que implica una desaceleración para el tercero y cuarto trimestres, pero aun así su aporte al crecimiento sería importante. Para 2013 los anuncios de inversión en infraestructura vial y en minería, entre otros, auguran un buen desempeño para las obras civiles en 2013.

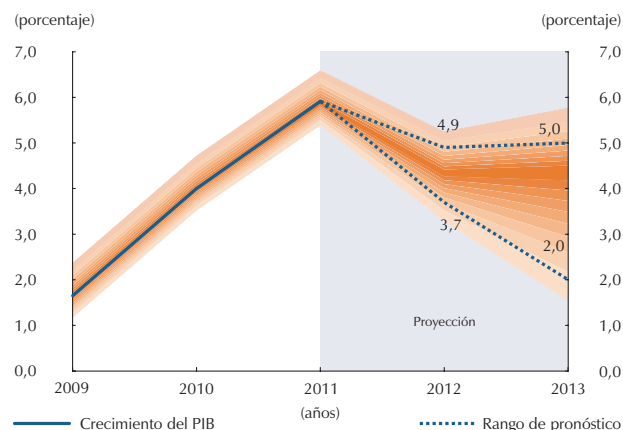
Por último, el PIB del sector financiero continuaría mostrando un desempeño importante, gracias a la dinámica del valor agregado generada por la intermediación financiera, consecuencia del todavía relativamente alto crecimiento del crédito bancario. Si bien este comportamiento del crédito tenderá a moderarse en el segundo semestre frente a lo observado en la primera mitad del año, continuará siendo elevado. Algo similar puede preverse para el próximo año en la medida en que los niveles de bancarización en Colombia aún son bajos, comparados con otros países de la región y, por tanto, hay espacio para una mayor cobertura de los servicios de intermediación.

Con respecto a otras ramas, las proyecciones también contemplan una desaceleración en transporte y comercio en todo 2012 frente al año pasado y una expansión moderada en 2013. Para la industria se espera un crecimiento bajo para la segunda mitad del año, luego de los leves descensos registrados en el primer semestre, suponiendo que los problemas de oferta relacionados con el acceso a materias primas y los mantenimientos programados de algunas plantas de refinación de petróleo sean superados en lo que resta del año. Adicionalmente, el comportamiento reciente de las exportaciones industriales, en especial hacia Venezuela, sugiere alguna recuperación de las ventas externas del sector, por lo menos con los datos de julio y agosto. Los anteriores hechos permiten confiar en una cierta reactivación de la producción sectorial hacia finales de este año y lograría evitar una contracción para todo 2012. De todas formas, el deterioro en la confianza de los industriales y la alta incertidumbre sobre el entorno internacional podría ejercer contrapeso a la recuperación, por lo que para 2013 se espera una expansión moderada y por debajo del promedio de la economía.

En 2013 la industria se expandirá a una tasa inferior a la del conjunto de la economía.

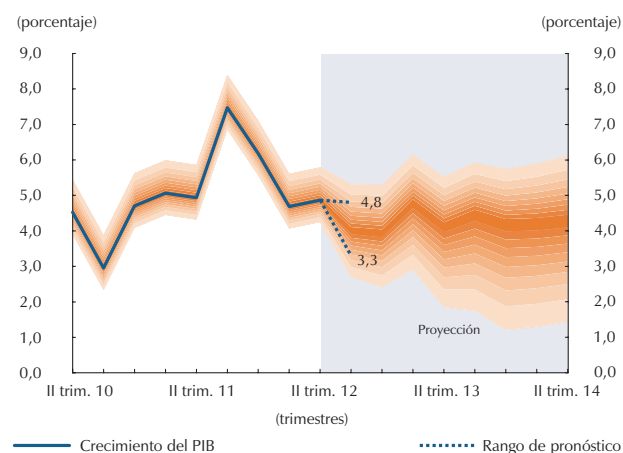
Toda esta información proporciona elementos suficientes para aumentar ligeramente la proyección central de crecimiento de la economía colombiana para 2012 frente a la presentada en el *Informe sobre Inflación* anterior, reduciendo al mismo tiempo el intervalo de pronóstico del PIB. Para 2013, sin embargo, el rango se mantuvo inalterado, dada la alta incertidumbre existente, principalmente en el contexto internacional por la complicada situación en Europa. El nuevo rango de

Gráfico 36
Fan chart del crecimiento del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

pronóstico se ubica entre 3,7% y 4,9% para todo 2012. Para 2013 la proyección estaría entre 2,0% y 5,0%. La senda más probable que señalan los ejercicios de balance de riesgos, y que es consistente con el escenario central, se sitúa cerca de la mitad del intervalo para 2012, mientras que se ubica en la parte superior del intervalo para 2013 (Gráficos 36 y 37).

En el ejercicio actual los riesgos a la baja asociados con el contexto internacional están asociados con los del escenario bajo presentado en el capítulo I. En este caso, se esperaría una demanda externa significativamente menor, menores transferencias, menores niveles de IED y términos de intercambio más bajos. En este entorno más adverso, el gasto de los hogares y de los inversionistas podría desacelerarse fuertemente, golpeados por el impacto que tendría la mayor incertidumbre externa sobre la confianza de consumidores y empresarios. Por su parte, los riesgos alcistas están asociados principalmente con posibles reducciones de costos de materias primas importadas y con un mejor desempeño de la inversión y consumo públicos.

De acuerdo con las expectativas de crecimiento para 2012 y 2013 presentadas en este capítulo, se espera que la brecha del producto sea positiva para 2012. En cuanto a 2013 se prevé una brecha más cerrada, pero que no entraría en terreno negativo. El Gráfico 38 muestra el intervalo para la brecha entre -0,8 y 1,2% para 2012, ligeramente inferior a la presentada en el *Informe sobre Inflación* anterior.

En cuanto a la brecha del mercado laboral, con las nuevas estimaciones continúa la tendencia descrita en el informe anterior, que consiste en una brecha negativa para 2012 y una ligeramente más negativa para 2013. En otras palabras, prevee que la tasa de desempleo siga ubicándose un poco por debajo de su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés) en los próximos trimestres. Aunque un mercado laboral más apretado podría conducir a ajustes salariales al alza, se considera que su magnitud de ocurrencia es hoy en día menor que la contemplada en el informe anterior, toda vez que el ritmo al que estaría reduciéndose el desempleo ha tendido a frenarse.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

Los pronósticos de inflación sufrieron pocas modificaciones en este informe frente al de junio, en la medida en que no se presentaron cambios significativos en las perspectivas económicas internas y externas. Para los próximos trimestres no se esperan presiones alcistas importantes sobre los precios al consumidor en Colombia, por varias razones.

En primer lugar, porque el débil comportamiento de la economía global que se prevé para lo que resta del año y para 2013 implicará una expansión lenta de nuestros mercados de exportación, sobre todo para la producción industrial del país. Adicionalmente, esto puede tener algunas repercusiones sobre la confianza de empresarios y consumidores como ya, de hecho, podría haberse visto en los últimos meses. Esta situación se traduciría en un crecimiento menor del gasto interno, tanto en bienes de consumo como de capital, para este y el próximo año, comparado con el observado en 2011.

Por otro lado, los aumentos en las tasas de interés hasta febrero de este año y las disposiciones de la Superintendencia Financiera ayudaron a moderar el crecimiento de los diferentes tipos de crédito, y todo parece indicar que esta tendencia se prolongará por el resto del año. Cabe señalar que las dos reducciones de tasas de interés de intervención efectuadas en julio y agosto, que sumaron 50 pb, se transfieren con rezago a las tasas de mercado y, por tanto, a la dinámica de la cartera. De esta forma, el desempeño del crédito en los próximos meses no deberá ser un factor que acelere el crecimiento por encima de la capacidad potencial de la economía, por lo menos en lo que reste de 2012.

En este entorno de débil demanda externa y de un aumento de la demanda interna más moderado que en el pasado, las estimaciones de la brecha del producto sugieren que esta se habría reducido en lo corrido de 2012, y que estaría convergiendo a cero en los próximos trimestres, con lo que disminuye la probabilidad de que se presenten presiones inflacionarias de demanda. Dichas estimaciones, que son similares a las efectuadas en el informe de junio, contemplan unas tasas de crecimiento del PIB para todo 2012 cercana al punto medio del intervalo de pronóstico presentado anteriormente, mientras que para 2013 el crecimiento se ubica en la parte superior del intervalo respectivo.

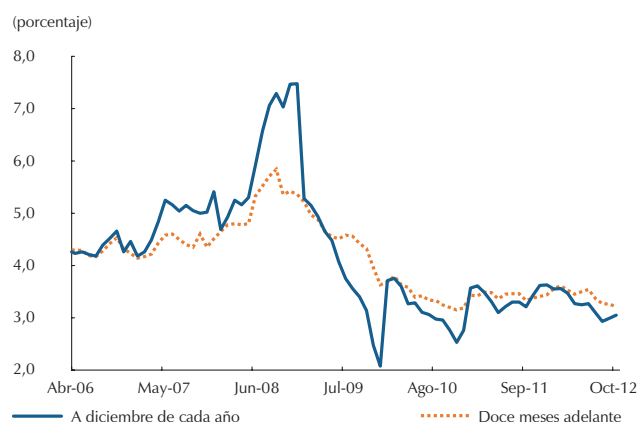
En el contexto de una muy moderada demanda mundial tampoco se esperan alzas en los precios internacionales de las materias primas para lo que resta del año y en 2013. Aunque el pronóstico para el precio internacional del petróleo a uno y dos años aumentó un poco en este informe, la cifra prevista se mantiene por debajo de los niveles observados en los últimos meses. De hecho, como se muestra en el capítulo I de este informe, el pronóstico para el próximo año en promedio (US\$108 por barril para la cotización Brent) está por debajo del estimado para el promedio de 2012 (US\$112 por barril). De materializarse,

No se prevé presiones de costos sobre la inflación en 2013.

esta circunstancia debería limitar los aumentos de precios de las materias primas y el transporte y, por tanto, evitar el surgimiento de presiones de costos no laborales.

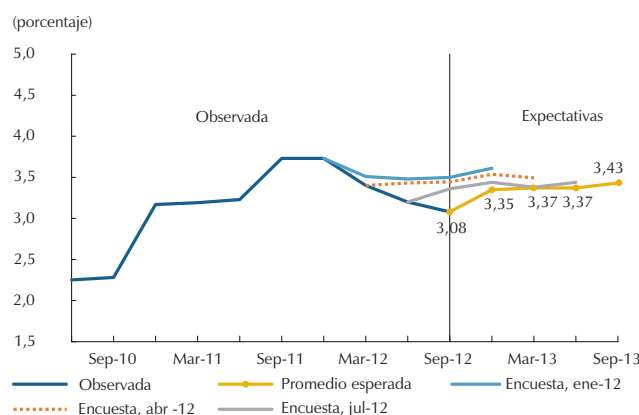
Por el lado de los costos laborales no se anticipan presiones alcistas de importancia, por lo menos para lo que resta de 2012 y comienzos de 2013. La tasa de desempleo no se alejaría mucho de su nivel no inflacionario (Nairu, por su sigla en inglés) en los próximos trimestres, y un crecimiento económico más moderado a finales del presente año y en 2013 puede implicar que los descensos en esta variable sucedan a un menor ritmo que lo observado recientemente. Esto asegura un mercado laboral balanceado donde los ajustes salariales no se alejarían mucho de la meta de inflación del 3%. Adicionalmente, la reforma laboral, de aprobarse como fue presentada por el Gobierno en lo referente a la disminución de los para-fiscales sobre la nómina, podría implicar una reducción de los costos de contratación para muchas firmas de hasta 8%, por una sola vez.

Gráfico 39
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 40
Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses) (inflación anual)



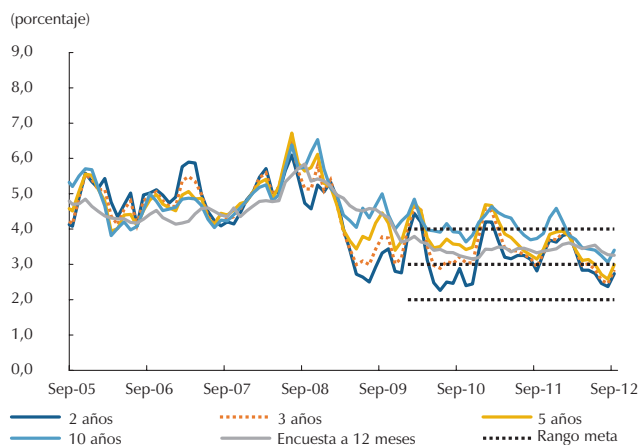
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Las expectativas de inflación también favorecen unos precios al consumidor afines con las metas establecidas por la JDBR. Según la encuesta mensual efectuada por el Banco de la República a los analistas del mercado financiero, la inflación esperada para diciembre de este año pasó de 3,3% en junio a 3,0% a comienzos de octubre, mientras que la de doce meses bajó de 3,4% a 3,2% (Gráfico 39). Las expectativas derivadas de TES a dos, tres y cinco años con cifras a la tercera semana de octubre, señalaban también una cifra cercana al 3%, aunque en el mes anterior estas se encontraban por debajo (Gráfico 40). Las mediciones más altas son las obtenidas mediante la encuesta trimestral a empresarios y analistas, sin embargo en este caso tampoco superan un 3,5% a horizontes entre uno y cuatro trimestres, y como en los casos anteriores, también disminuyeron con respecto al trimestre pasado (Gráfico 41).

Así las cosas, el pronóstico central para la inflación total al consumidor tuvo cambios marginales frente a la senda estimada en el informe de junio. En este informe se espera que dicha variable se mantenga un poco por encima de 3% en los próximos cuatro trimestres, sin presentar una tendencia definida. Sin embargo, para finales del próximo año la inflación deberá converger al 3% y se mantendrá en este nivel o un poco por debajo de él en 2014.

Por su parte, el pronóstico para la inflación sin alimentos mantuvo en el corto plazo un registro muy similar al del informe anterior, aunque se revisó un poco

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.

al alza para mediados de 2013 y comienzos de 2014. Como se explicará, esto último sucedió por aumentos en las proyecciones de regulados y de no transables, que no fueron compensados plenamente por una reducción en el pronóstico de transables. La inflación sin alimentos aumentaría ligeramente en los últimos meses del año, pero sin superar la meta de 3%. Para 2013 podría elevarse un poco más, situándose por encima de tal cifra pero convergería a esta en el cuarto trimestre, y estaría un poco por debajo a mediados de 2014.

El mejor resultado frente a lo previsto en materia de precios de los alimentos en los últimos meses condujo a un descenso en la proyección para esta canasta hacia finales de este año y en 2013. La senda central de pronóstico contempla una variación anual para alimentos que fluctúa entre 3,5% y 4,0% en los próximos tres trimestres y que luego convergería hacia el 3% o un poco por debajo de este número en la segunda mitad del siguiente y en 2014.

Es posible que los alimentos perecederos ejerzan menos presiones bajistas en los próximo dos o tres trimestres que en lo corrido del año, pero también se esperan ajustes más moderados en el caso de los alimentos procesados, toda vez que no se anticipan alzas importantes en los precios internacionales de los alimentos, de los combustibles ni del transporte. Además, la pocas presiones a la depreciación del tipo de cambio ayudarán a moderar la transmisión a los precios al consumidor en Colombia de las alzas en las cotizaciones mundiales de aceites y cereales que se observaron hasta hace unos meses.

La senda central de este informe no contempla el posible impacto de la presencia de un fenómeno de El Niño. Al respecto es importante destacar que, de acuerdo con los organismos de meteorología nacional y los extranjeros, la probabilidad de su ocurrencia disminuyó de manera significativa desde el último *Informe sobre Inflación*. Actualmente, estas entidades calculan una probabilidad de ocurrencia de 55,0%, frente a una de 80,0% anteriormente. Además, en caso de suceder, se prevé que esta perturbación climática sea débil o moderada, con un efecto transitorio y no muy pronunciado sobre los precios de los alimentos, en especial durante el primer semestre de 2013.

Para el caso del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, la proyección aumentó un poco para el resto de 2012 y en 2013. La variación anual de esta canasta estaría fluctuando alrededor de 4,0% en los próximos tres trimestres y luego descendería lentamente hacia la meta de largo plazo. El aumento del pronóstico se explica porque los resultados de los últimos meses estuvieron por encima de lo previsto y porque los modelos utilizados tienen un componente autorregresivo importante que recoge el comportamiento histórico de esta variable. Dicho

La probabilidad de ocurrencia de un fenómeno de El Niño se redujo sustancialmente en los últimos meses.

La proyección de inflación supone que la variación anual del IPC de arriendos se estabiliza alrededor del 4%.

aumento, en parte, está relacionado con el salto de la variación anual del rubro de diversión que, como se señaló en el capítulo III, obedece a una baja base de comparación. Por ello es un fenómeno de una sola vez que puede permanecer en la variación anual de no transables hasta por un año. Cabe recordar que tanto las estimaciones de la brecha del producto como las expectativas de inflación presentaron pocos cambios, por lo que, en principio, la revisión no obedece a la estimación de mayores presiones de demanda o de menos confianza en el cumplimiento de la meta de inflación. Esta proyección supone que la variación anual de arriendos se estabilice en niveles cercanos al 4,0%.

En este informe se presentó una reducción pequeña en la senda de pronóstico del IPC de transables sin alimentos ni regulados. Se espera que para finales de 2012 termine muy cerca de los niveles observados en el tercer trimestre y que para 2013 aumente un poco, sin distanciarse mucho de 1%. Hacia el largo plazo convergería lentamente a la meta de inflación. Al igual que en el informe de junio, en el actual este desempeño obedece a las pocas presiones a la depreciación que se esperan en los próximos trimestres y a unos precios internacionales de materias primas y productos industriales que presentarán estabilidad o tenderán a caer como resultado de la debilidad de la demanda global.

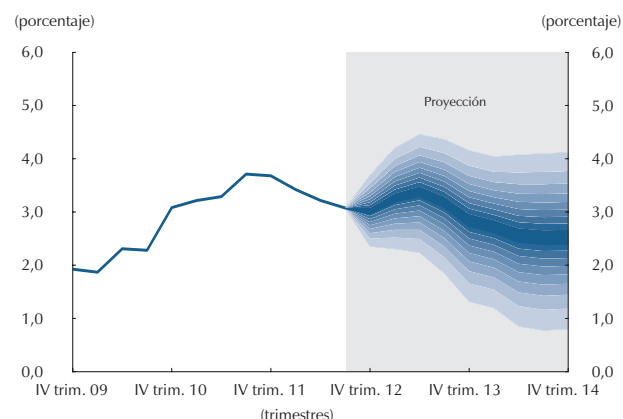
Finalmente, en regulados se revisó a la baja el pronóstico en el corto plazo frente al informe de junio, pero se aumentó un poco en la segunda mitad de 2013 y en 2014. De todas maneras, se sigue esperando que la senda para los próximos trimestres se mantenga por debajo de 4,0%, por lo que no debe contribuir a generar presiones alcistas en este período. Hacia mediados de 2013 se observaría un aumento por una base de comparación baja, el cual sería transitorio. Para finales del próximo año los ajustes en combustibles, transporte público y servicios públicos no serían muy diferentes de lo que se observaría para este año.

La senda central no contempla posibles disminuciones en el precio de los combustibles, las cuales se darían si la reforma tributaria presentada por el Gobierno a mediados de octubre es aprobada por el Congreso, como se mencionó en el capítulo III. Dicha rebaja, según el Gobierno, sería de \$200; es decir, de un 2,3% del precio a septiembre de este año. La proyección actual tampoco incluye el efecto bajista que podría tener la ampliación del sistema integrado de transporte público en Bogotá, según se explicó en el mismo capítulo.

2. Balance de riesgos

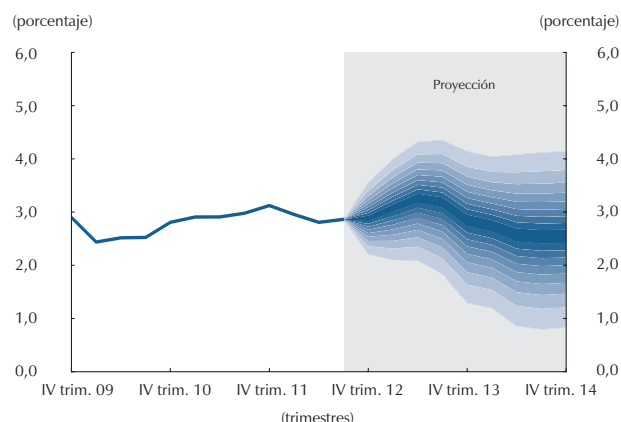
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 42 y 43. Debido a que aún se mantiene la incertidumbre proveniente del contexto internacional, la amplitud de los intervalos es igual que la considerada en el informe anterior. Por su parte, los sesgos a la baja siguen siendo mayores para el próximo año, aunque no tanto como en el informe de inflación del trimestre anterior.

Gráfico 42
Fan chart de la inflación total



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 43
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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

- *Un menor crecimiento mundial frente al previsto en la senda central de pronóstico:* Si bien en los últimos meses las condiciones financieras internacionales han mejorado gracias a las acciones de política de los principales bancos centrales, aún subsiste una alta incertidumbre asociada con la sostenibilidad de las finanzas públicas y de los sistemas financieros de algunas economías avanzadas, especialmente en Europa. Así, los posibles efectos de un empeoramiento en estos problemas aún representan un riesgo importante para el crecimiento, lo que podría conducir a una nueva recesión mundial. Estos temores se fundamentan en las pocas posibilidades de crecimiento que parecen tener varias de estas economías en el mediano plazo, en la debilidad y fragmentación de la banca comercial y en la falta de señales de recuperación de la confianza de los consumidores. A ello se suma la poca claridad sobre las políticas gubernamentales en términos de finanzas públicas en algunos de estos países. En los Estados Unidos además, existe el riesgo de un posible efecto contractivo de no darse una solución adecuada al problema del abismo fiscal. Finalmente, se puede dar una desaceleración más fuerte a la esperada en el crecimiento económico de China.

En la economía colombiana una materialización de este riesgo se traduciría en un golpe fuerte a la confianza de consumidores e inversionistas, como ya se observó en el episodio recesivo de 2008 y 2009, y en menores ingresos por exportaciones y por IED, entre otros. Además, este escenario vendría acompañado de una caída en los términos de intercambio, que afectaría los ingresos del Gobierno y del sector privado. Todo ello ejercería presiones a la baja sobre los precios al consumidor, por presiones negativas de demanda, menores costos de producción y precios de los combustibles más bajos. Estos efectos tenderían a superar a aquellos derivados de una mayor presión a la depreciación del peso, como sucedió en 2009.

- *Menores precios de regulados frente a lo previsto en la senda central:* Existe la posibilidad de que el petróleo y otros combustibles se sitúen por debajo de lo previsto en la senda central de pronóstico en 2013, si las condiciones de oferta son mejores que las anticipadas en este informe. En la actualidad hay alguna evidencia de que los inventarios de combustibles en los países avanzados están aumentando y ello no solo como resultado de la debilidad de la demanda mundial. Por ejemplo, hay señales de que los Estados Unidos estarían incrementando su capacidad de producción de petróleo y gas, a lo que se puede estar sumando un uso más eficiente de los insumos energéticos⁸. En el corto plazo (2013) esto puede tener un impacto bajista sobre la inflación, vía menores costos de producción y de transporte y menores ajustes en los precios regulados. Hacia el largo plazo los efectos son más complejos para un país exportador de materias primas como Colombia.
- *Efectos del TLC sobre los precios:* La reducción de aranceles en un gran número de bienes intermedios y algunos bienes finales, debido al TLC con los Estados Unidos, podría ejercer una presión adicional a la baja en los precios al consumidor; en especial, sobre los bienes transables, pero también sobre el resto de bienes, por la disminución en los costos de producción. Estos efectos serían de una sola vez sobre el nivel de precios e impactarían transitoriamente a la inflación anual.
- *Efectos de la reforma tributaria sobre los precios:* De aprobarse, la reforma tributaria podría tener algunos efectos bajistas de una sola vez sobre el nivel de precios, que se reflejarían transitoriamente sobre la inflación anual. Estos efectos obedecen a la disminución que podría ocurrir en el precio de la gasolina y en unos menores costos de contratación laboral. La nueva estructura del impuesto al valor agregado (IVA) también puede tener un impacto bajista neto sobre el IPC, aunque pequeño.

Por su parte, los principales riesgos al alza son:

- *Un mayor dinamismo de la demanda interna:* La posibilidad de que la demanda interna muestre un dinamismo mayor al esperado, en especial por cuenta de la inversión en obras civiles y de los programas de vivienda del Gobierno. Estas circunstancias, de materializarse, podrían llevar a revisar hacia arriba la brecha del producto y con ella las proyecciones de las canastas del IPC que están más influenciadas por la demanda.
- *La presencia de un fenómeno de El Niño:* A pesar de que la probabilidad de un fenómeno de El Niño ha disminuido sustancialmente con respecto al informe anterior, su ocurrencia no puede descartarse completamente. En

8 Véase P. Wallace (2012) “The US’s Energy Glut”; The Banker, septiembre, y Economist Intelligence Unit (2012) “World Commodity Forecasts: Industrial Raw Materials”, noviembre.

caso de que se diera, el impacto inflacionario dependería de su duración e intensidad. En principio, se estima que el riesgo es de un aumento en los precios de los alimentos por encima de lo contemplado en la senda central de este informe, y que se concentraría entre el primero y el tercer trimestres del próximo año. El efecto directo sobre el IPC sería transitorio, pero podría verse amplificado y prolongado si influye en las expectativas de inflación.

- *Una mayor depreciación del tipo de cambio a la esperada en el escenario central:* La alta incertidumbre internacional puede generar un aumento en la percepción de riesgo hacia economías emergentes como la colombiana, lo cual afectaría los flujos de capital, tanto de portafolio como la IED y el crédito. En este caso, tanto el peso como otras monedas de la región podrían tender a depreciarse más de lo previsto, lo cual se podría transmitir a los precios de los bienes de transables y de las materias primas, entre otros.

Aunque la ponderación de los distintos riesgos en los *fan chart* muestra un sesgo a la baja, la probabilidad de que en 2012 la inflación total se ubique en un rango entre 2% y 4% y que en el 2013 converja a la meta de largo plazo (3,0%) sigue siendo alta y aumentó un poco con respecto al informe anterior. Esto también ocurre con el balance de riesgos para la inflación sin alimentos. No sobra señalar que la senda central de pronóstico que se presenta en este informe supone una política monetaria activa, con tasas de interés que se ajustan para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación en el largo plazo.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA DE LARGO PLAZO

Estimaciones muestran que desde 2007 algunos indicadores macroeconómicos se separan de su tendencia, lo cual sugiere que podrían estar acumulándose desbalances en la economía.

Aunque es difícil pronosticar con certeza la formación o presencia de algún desequilibrio macroeconómico, es importante hacer un seguimiento a su posible generación.

La reciente crisis financiera internacional ha vuelto a dar relevancia a los desbalances macroeconómicos globales y locales, los cuales pueden generar o aumentar las vulnerabilidades de una economía frente a un choque adverso, y que pueden contribuir a que se presenten crisis futuras. Así, continúa el debate sobre el papel que debe tener la política económica ante la anticipación o materialización de un desequilibrio macroeconómico, como por ejemplo el de una sobrevaloración de los precios de los activos, excesos de crédito, entre otros. Esta discusión se ha dado tanto en países que tienen un régimen de inflación objetivo, como en aquellos que no lo tienen explícitamente, pero que sí persiguen la estabilidad de precios junto con otras metas.

Si bien es difícil pronosticar con certeza la formación o presencia de algún desequilibrio macroeconómico, es importante hacer un seguimiento a su posible generación. En este sentido, el análisis y la comunicación de estudios que informen sobre estos seguimientos pueden considerarse como una política macroprudencial, que amplía la información de los agentes y contribuye a evitar al menos su profundización⁹.

⁹ En el caso australiano, una importante respuesta de política fue una *campana de sensibilización pública* realizada por su banco central dirigida a las familias y los agentes económicos en general, sobre los riesgos que implicaba el que continuara la tendencia creciente en los precios de la vivienda y en el crédito.

La comunicación de estudios que informen sobre estos seguimientos puede considerarse como una política macroprudencial, que amplía la información de los agentes y contribuye a evitar, al menos, su profundización.

La evidencia señala que en países en desarrollo, cuando se han presentado fuertes entradas de capital o aumentos importantes en los términos de intercambio, el sistema financiero suele multiplicar el efecto que tienen estos hechos sobre los precios de los activos y la demanda agregada, mediante incrementos significativos en el crédito. Esto puede darse en parte porque el aumento de la confianza se incorpora en la formación de expectativas de los agentes. Varios autores¹⁰ sugieren que estos flujos también pueden contribuir a la formación de desequilibrios, en la medida en que ingresos de capital persistentes se asocian con apreciaciones reales y con un significativo deterioro en la cuenta corriente. Dichos períodos también suelen estar acompañados de un incremento en la oferta de crédito y de una sobrevaloración en los precios de los activos, hechos que podrían llevar a crisis cambiarias y financieras¹¹.

Lo anterior, además de contribuir a la formación de burbujas y a incentivar déficits de cuenta corriente que pueden llegar a ser no sostenibles, aumenta la vulnerabilidad de las entidades de crédito. De aquí la importancia de monitorear la evolución del déficit de cuenta corriente, el posible desalineamiento de la tasa de cambio real, el aumento del crédito o de los precios de los activos¹². En este sentido, en el presente capítulo se hace un análisis individual y conjunto sobre los riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo y se presenta un índice de desbalance macroeconómico¹³ como herramienta de alerta sobre las posibles vulnerabilidades de la economía colombiana. Cabe señalar que para las estimaciones presentadas en este capítulo no se pueden calcular intervalos de confianza, dado que los niveles de largo plazo de las variables no son observables.

A. CUENTA CORRIENTE

En los últimos siete años el déficit en la cuenta corriente ha sido mayor que su promedio histórico.

En los últimos siete años el déficit en la cuenta corriente (en promedio 2,7% del PIB) ha sido mayor que su promedio histórico calculado desde 1970 (1,6% del PIB) (Gráfico 44). Ello como resultado de una tasa de inversión que ha crecido a un ritmo mayor que el ahorro. Entre 2000 y 2011, según cuentas nacionales, la tasa de inversión de la economía colombiana aumentó de manera más acelerada que la tasa de ahorro, comportamiento que fue más acentuado en los últimos cinco años. En 2011

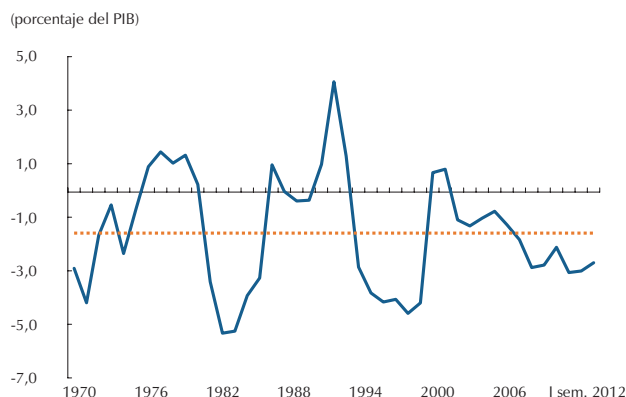
10 G. Calvo (2011). “On Capital Inflows, Liquidity and Bubbles”, working paper, Columbia University; M. Agosin y F. Huaita (2009). “Overreaction in Capital Flows to Emerging Markets: Booms and Sudden Stops”, working papers, núm. wp295, University of Chile, Department of Economics; entre otros.

11 C. Reinhart y V. Reinhart (2009). “Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present”, working paper, núm. 14321, National Bureau of Economic Research.

12 Este monitoreo se vuelve más relevante, si se tienen en cuenta que algunos de estos desbalances también se han observado en países desarrollados en presencia de una inflación bajo control y una economía creciendo en niveles cercanos a su potencial.

13 Para una explicación detallada sobre el tema, véase: C. Arteaga, C. Huertas y S. Olarte (2012), “Índice de desbalance macroeconómico”, Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República, Colombia.

Gráfico 44
Cuenta corriente observada y promedio histórico



Fuente: Banco de la República.

la tasa de inversión alcanzó 24% del PIB, 10 pp más que la de 2001, mientras que la tasa de ahorro se ubicó en 19% del PIB, aumentando 6 pp en el mismo período.

A pesar de que el ingreso nacional se ha incrementado, en particular por unos favorables términos de intercambio, el consumo también lo ha hecho a tasas altas y ello ha restado dinamismo a la tasa de ahorro. La tendencia favorable en la confianza de los consumidores, así como mejores condiciones en el mercado laboral han llevado a que el consumo de los hogares, en gran parte financiado por crédito, se expanda a tasas superiores al promedio histórico¹⁴. Por su parte, el sector público también ha registrado fuertes aumentos en sus ingresos, como resultado de los altos precios del petróleo y el buen ritmo de crecimiento de la economía. Lo anterior ha permitido que el consumo público se mantenga dinámico, aunque sin deteriorar el ahorro.

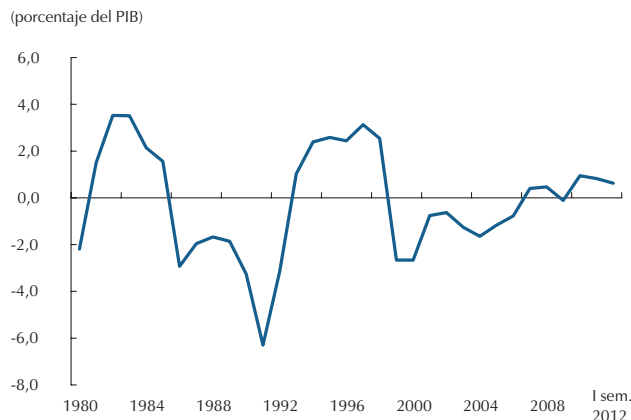
En cuanto a la inversión privada, esta ha estado impulsada por una gran liquidez internacional junto con unas bajas primas de riesgo país y una mayor confianza en la región, lo que ha generado una elevada entrada de capitales. En particular, los altos precios de las materias primas han atraído IED, en especial hacia el sector petrolero, incrementándose en promedio a tasas anuales cercanas al 30% durante los últimos siete años. A su vez, otros sectores se han beneficiado de los encadenamientos del sector minero y de la situación internacional actual, lo que ha llevado a un incremento cercano al 11% de la IED dirigida a estos sectores durante el mismo lapso. Por su parte, según las cuentas nacionales del período 2006-2012, la inversión creció en promedio 10,3% anual, tasa superior al promedio histórico (6,6%). Se destaca aquella dirigida a equipo de transporte, maquinaria y equipo y obras civiles, con incrementos de 23,3%, 15,3% y 8,3%, respectivamente.

De esta forma, el crecimiento del consumo privado ha hecho que la dinámica del ahorro no sea suficiente para compensar la creciente tasa de inversión y, por ende, moderar la tendencia alcista del déficit externo. Hacia el futuro la persistencia del déficit acumulado en la cuenta corriente estará determinada por la evolución de los fundamentales que lo han explicado: unos términos de intercambio en niveles altos que estimulan el ingreso nacional; un mercado laboral y una confianza con buenos registros que incentivan el consumo; un sector financiero saludable que ofrece financiamiento interno suficiente; una elevada liquidez internacional; menores primas de riesgo país, y una IED creciente que ha garantizado el financiamiento externo.

Desde mediados de 2003 la tasa de cambio real ha registrado una tendencia a la apreciación.

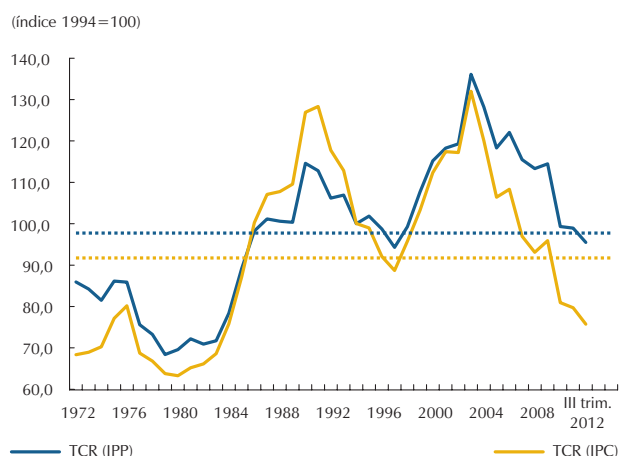
14 Entre 1978-2012 (junio) el crecimiento promedio del consumo fue 3,1% anual, mientras que entre 2006-2012 (junio) alcanzó 4,9% anual.

Gráfico 45
Brecha de la cuenta corriente



Fuente: Arteaga, Huertas y Olarte (2012).

Gráfico 46
Tasa de cambio real y promedios históricos



Fuente: Banco de la República.

En el Gráfico 45 se presenta la brecha de la cuenta corriente, definida como la diferencia entre la serie observada y una estimación del sendero de largo plazo, ambas como proporción al PIB (véase Arteaga, Huertas y Olarte, 2012). Según esta metodología, desde 2007 (exceptuando 2009) la brecha se ha tornado positiva, reflejando un déficit de cuenta corriente con registros algo superiores a aquellos estimados como de largo plazo. De todos modos, la acumulación de esta brecha positiva todavía es inferior a la registrada en los periodos 1981-1985 y 1993-1998.

B. TASA DE CAMBIO REAL

Desde mediados de 2003 el índice de la tasa de cambio real¹⁵ (ITCR) ha registrado una tendencia a la apreciación que, dependiendo de la medida de precios que se use como deflactor, ya sea el IPP o el IPC, la ha llevado a ubicarse en 2012 muy cerca o por debajo de su promedio histórico, respectivamente (Gráfico 46). Esta tendencia también se ha observado en los últimos años en las tasas de cambio reales de algunos de nuestros socios comerciales.

La tendencia reciente de la TCR puede ser explicada por la evolución de varios de sus determinantes fundamentales. En primer lugar, en los últimos años se ha registrado un aumento en el crecimiento relativo de la productividad transable colombiana frente a la de los Estados Unidos, lo que podría explicar, al menos en parte, la reciente tendencia hacia la apreciación.

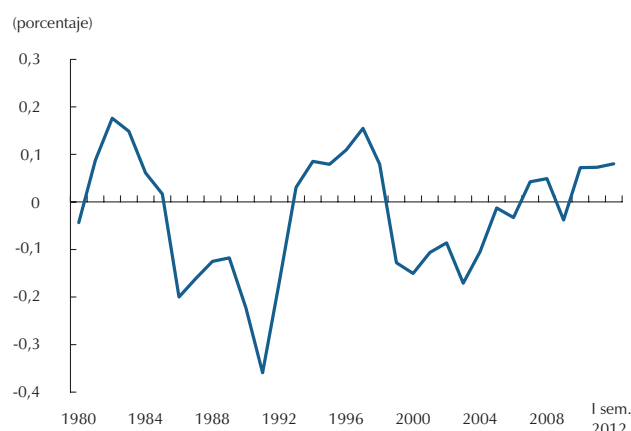
De otro lado, cambios en la demanda de bienes no transables afectan su precio con relación al de transables y, por tanto, modifican la TCR. Dicha demanda depende, entre otras cosas, del ingreso nacional, de la tasa de interés real, del gasto público y de choques exógenos, por ejemplo a los términos de intercambio. Todos estos factores pueden inducir una apreciación real del peso, en la medida en que se reflejen en un mayor gasto local en bienes no transables. En este sentido, en los últimos años se ha observado una mejora importante de los términos de intercambio de Colombia, dadas las altas cotizaciones internacionales del petróleo, lo que junto a la mejoras en la seguridad, ha incrementado no solo las exportaciones petroleras sino también la IED en este sector. Estos aumentos en los ingresos

15 Indicador que corresponde al promedio de los índices de tasa de cambio bilaterales ponderado de acuerdo con la importancia de cada país en el comercio no tradicional con Colombia.

externos, tanto por las operaciones de la cuenta corriente como de la de capital, han incidido en las decisiones de gasto de los agentes de los sectores público y privado, y han ejercido presiones a la apreciación de la TCR.

Otros hechos que han explicado la apreciación son las menores primas de riesgo país y las bajas tasas de interés externas, tanto de corto como de largo plazos. Mientras el nivel de deuda como proporción al PIB de Colombia ha disminuido y cuenta con un sistema financiero sano, la posición fiscal y el sector financiero de algunas economías avanzadas se han deteriorado fuertemente. En estas circunstancias, el riesgo del país, comparado con el de economías desarrolladas, ha disminuido y la demanda por los activos nacionales ha aumentado. Ello ha atraído capitales extranjeros, que han generado presiones hacia la apreciación del peso.

Gráfico 47
Brecha de la TCR



Fuente: Arteaga, Huertas y Olarte (2012).

El equipo técnico del Banco utiliza varios de los anteriores fundamentales para intentar estimar un nivel esperado de largo plazo de la TCR (denominado *behavioral equilibrium exchange rate* [BEER]¹⁶). También usa otras aproximaciones que resultan de la teoría de la paridad de poder de compra (PPP, por su sigla en inglés), o de la metodología de *fundamental equilibrium exchange rate* (FEER)¹⁷. De esta forma, se usaron tres de estas medidas para calcular la brecha de la TCR, definida como la diferencia entre la TCR de largo plazo y TCR observada (Arteaga, Huertas y Olarte, 2012). Como se muestra en el Gráfico 47, de acuerdo con esta estimación, desde 2007 (exceptuando 2009) la tasa de cambio real ha estado por debajo de su nivel de largo plazo.

C. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA

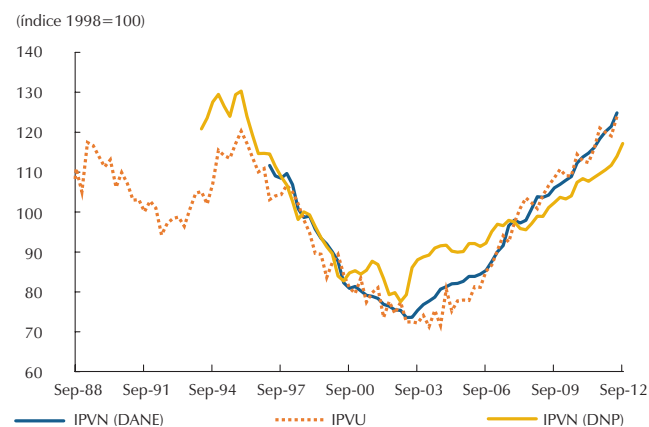
Desde finales de 2004 el precio de la vivienda en Colombia ha venido creciendo sin interrupción a tasas anuales promedio (relativas al IPC) de 6,2% para la usada y de 5,9% para la nueva (Gráfico 48), lo que ha llevado a que en el primer semestre de 2012 estos precios alcancen niveles históricamente altos para los dos tipos de vivienda en el ámbito nacional.

Esta tendencia puede explicarse tanto por factores de oferta como de demanda. Por el lado de la segunda, la literatura identifica como sus determinantes más importantes el ingreso, la riqueza financiera de los hogares, la tasa de interés, los factores demográficos, las expectativas de valorización y la tasa de retorno esperada.

16 Véase C. Arteaga, J. Granados, J. Ojeda (2012). “El comportamiento del tipo de cambio real en Colombia: ¿Explicado por sus fundamentales?”, Borradores de Economía, núm. 742, octubre.

17 Una explicación detallada de las diferentes metodologías será publicada próximamente en la serie Borradores de Economía del Banco de la República.

Gráfico 48
Índices de precios de la vivienda relativos al IPC



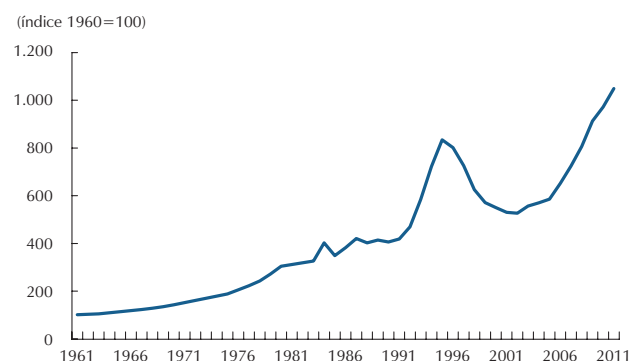
Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

En el caso de la oferta, la variable más relevante es la tasa esperada de rentabilidad de los proyectos, la cual depende positivamente de los precios de la vivienda y negativamente de los costos de producción. En esta última variable se destaca el precio de la tierra, los salarios y los materiales de construcción.

En los últimos años en Colombia se ha presentado un aumento importante del ingreso disponible de las familias, descensos en la tasa de desempleo y niveles de confianza superiores a sus promedios históricos. Lo anterior, junto con una inflación baja y con una mejor perspectiva sobre la estabilidad de los ingresos futuros, ha elevado el poder de compra de las familias y ha aumentando la demanda por vivienda, presionando al alza sus precios. Adicionalmente, la mayor IED ha generado el arribo de extranjeros al país, lo que a su vez ha aumentado la demanda por vivienda, especialmente en estratos medios y altos.

En los últimos años también se ha observado la liquidación de activos externos por parte de colombianos para sustituirlos por internos, en parte como consecuencia de las pérdidas que se generaron debido a la crisis internacional y por la apreciación real. De esta forma, una proporción no despreciable del valor de adquisición de la vivienda se ha hecho con recursos propios. En el caso del crédito hipotecario, su uso ha sido menor al observado en los años noventa. Así, la baja rentabilidad externa y un riesgo que se incrementó en los países desarrollados elevó la demanda por vivienda, al considerar esta como una inversión más segura, y a la espera de futuras valorizaciones.

Gráfico 49
Precio del suelo residencial en Bogotá (relativo al IPC)



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

Con respecto a la oferta, en Colombia los precios de la tierra han venido creciendo de manera importante durante los últimos años (Gráfico 49); inclusive en 2011 lo hicieron a tasas mayores que las de los precios de la vivienda. Algunos trabajos¹⁸ sugieren que factores como la falta de tierra en los sitios urbanizables, restricciones legales impuestas en los planes de ordenamiento territorial e ineficiencias en la oferta de servicios públicos, entre otros, explican la mayor parte del comportamiento del precio de la tierra. Todo ello en un contexto de una tasa de déficit habitacional elevada.

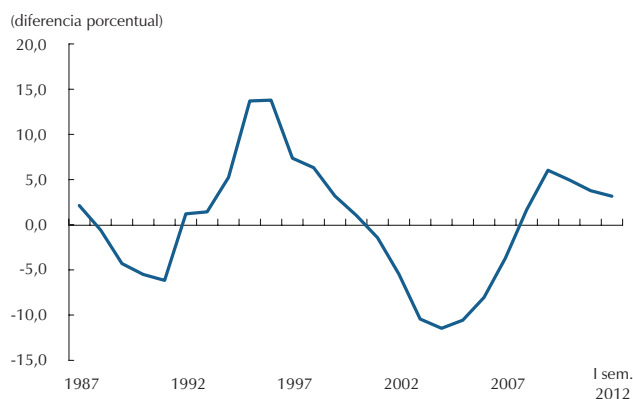
18 N. Salazar, R. Steiner, A. Becerra, J. Ramírez (2012). “¿Qué tan desalineados están los precios de la vivienda en Colombia?”, documento de trabajo, Fedesarrollo, abril.

En el segundo trimestre de 2012 los índices del precio de la vivienda alcanzaron niveles históricamente altos.

En cuanto al índice de costos de construcción de vivienda, que incluye los precios de los materiales, mano de obra y maquinaria y equipo, se incrementó (en términos relativos al IPC) 2,1% en promedio anual durante el primer semestre de 2012, tasa mayor a la registrada para todo 2011 (1,3%).

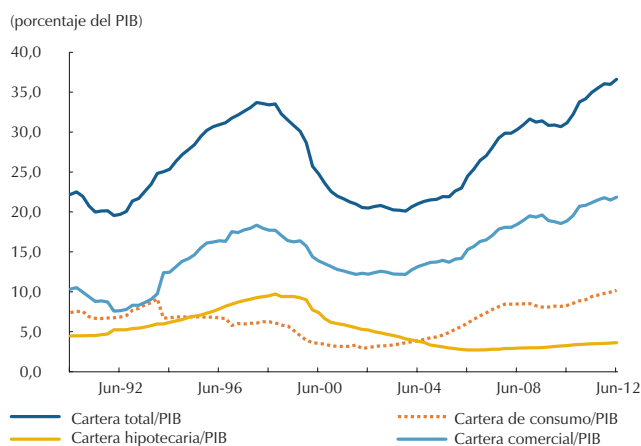
Para estimar la senda de largo plazo de los precios de la vivienda en Colombia se utilizaron dos metodologías: datos de panel y un filtro estadístico, aplicados a los precios de la vivienda usada entre 1988 y el primer semestre de 2012 (Arteaga, Huertas y Olarte, 2012); posteriormente, se calculó la brecha entre el valor observado y dicha senda. Los resultados sugieren que desde 2008 los precios de la vivienda están por encima del nivel de largo plazo estimado según estas metodologías. Sin embargo, el desbalance es menor al presentado durante la década de los noventa (Gráfico 50). También se debe resaltar que la reciente dinámica del sector inmobiliario, a diferencia de la década de los noventa, no se está presentando con un aumento significativo del crédito hipotecario, aunque las valorizaciones esperadas de la finca raíz pueden haber generado un mayor apalancamiento de los hogares con crédito de consumo para la compra de vivienda.

Gráfico 50
Brecha de la vivienda



Fuente: Arteaga, Huertas y Olarte (2012).

Gráfico 51
Cartera bruta



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE.

D. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

En los últimos cuatro años el nivel de la cartera de créditos ha aumentado de manera importante, alcanzando el 36,6% del PIB a septiembre de 2012, la cifra más alta de esta variable en la serie desde 1990 (Gráfico 51). No obstante, si se compara con otros países de Latinoamérica, la profundización financiera de Colombia (relación cartera a PIB) sigue siendo baja, lo que podría indicar que la cartera bruta aún tiene espacio para continuar con esta dinámica. Sin embargo, la velocidad del crecimiento de la cartera debe ser monitoreada, ya que una aceleración significativa puede ser fuente de desequilibrios macroeconómicos.

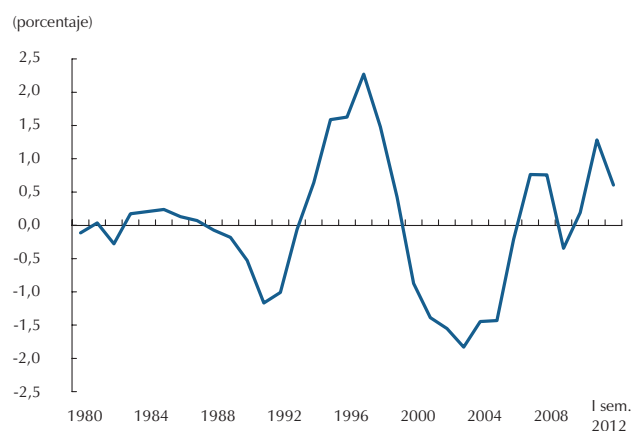
El reciente aumento en el nivel de la cartera ha sido significativo, especialmente en la de consumo, lo que puede ser explicado, desde el punto de vista de la demanda, por varios factores: i) un incremento del ingreso disponible de los hogares, que podría ser percibido como permanente y que ha aumentado su capacidad de endeudamiento; ii) el crecimiento en los precios de la vivienda que generan un efecto riqueza y, por ende, la posibilidad de un mayor apalancamiento de los agentes; iii) una tasa de desempleo que se ha reducido y que le ofrece mayor certidumbre a los hogares sobre el cumplimiento de sus acreencias futuras, y iv) una mayor confianza de los hogares en la economía nacional, que

A junio de 2012 la razón cartera a PIB alcanzó el registro más alto de la serie.

puede incentivarlos a consumir más en la actualidad y a aumentar la demanda por crédito.

Por el lado de la oferta, los principales factores que han contribuido al aumento de la cartera son: i) la elevada liquidez internacional, que ha expandido la oferta de crédito externo para las grandes empresas, generando espacio a las otras industrias y a las familias para que dispongan de un mayor financiamiento interno; ii) el aumento de los ingresos del Gobierno, que disminuye las necesidades de financiamiento público y genera mayor oferta para el privado; iii) la mayor confianza del sistema financiero en la economía nacional, lo que generó en años pasados el relajamiento de algunos estándares de crédito, y iv) la disminución del riesgo país, que también atrae mayor liquidez a la economía colombiana.

Gráfico 52
Brecha del crédito



Fuente: Arteaga, Huertas y Olarte (2012).

En lo corrido de 2012, sin embargo, el crédito bancario ha desacelerado su ritmo de crecimiento anual, al pasar de 21,1% en diciembre de 2011 a 16,1% en septiembre de 2012. Esta moderación se ha dado en particular en la cartera comercial, y más recientemente en la de consumo. Las medidas más recientes de la Superintendencia Financiera sobre la liquidez, provisiones y necesidades de capital del sistema financiero también pudieron reducir la oferta de crédito.

Para estimar la tendencia de largo plazo del crédito se aplicó un filtro a la cartera real per cápita, y posteriormente se calculó la brecha del crédito, definida como la diferencia entre la variable observada y dicho filtro.

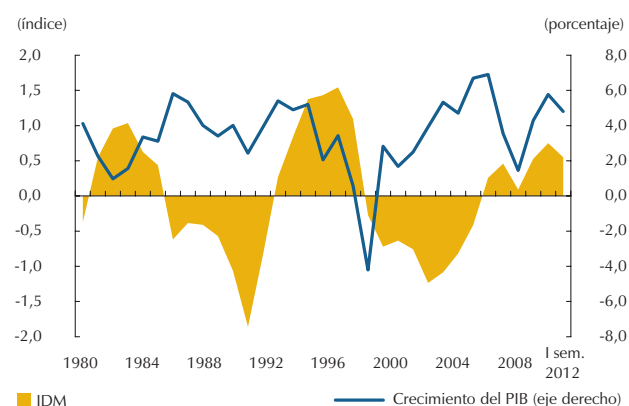
El Gráfico 52 muestra que desde 2009 el crédito ha sido mayor a su nivel tendencial (de acuerdo con Arteaga, Huertas y Olarte, 2012); sin embargo, durante el primer semestre de 2012 la brecha se ha cerrado un poco (Gráfico 52).

E. ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

El índice de desbalance macroeconómico (IDM) extrae el componente común de los desbalances mencionados (Arteaga, Huertas y Olarte, 2012). Este indicador utiliza el componente principal de las brechas individuales estandarizadas para estimar la importancia de cada una de ellas. Así, el IDM es un promedio ponderado de las variables que explica una gran proporción de la varianza conjunta de las mismas. En este contexto, el IDM no es una variable de pronóstico de crisis sino una herramienta que alerta sobre las vulnerabilidades de una economía al momento de enfrentar choques adversos.

Los ejercicios realizados para varios países muestran que niveles positivos del IDM han antecedido a crisis financieras futuras, posiblemente originadas en un choque adverso. Adicionalmente, mayores acumulaciones de desbalances incrementan la

Gráfico 53
Índice de desbalance macroeconómico (IDM) y crecimiento del PIB



Fuente: Arteaga, Huertas y Olarte (2012).

probabilidad de crisis un año adelante. En el caso de Colombia, los resultados muestran que el IDM alertó sobre la vulnerabilidad de la economía previo a la crisis de 1999. En los últimos seis años el IDM sugiere que se estarían acumulando desbalances macroeconómicos, hecho que se ha acentuado a partir de 2009; sin embargo, dicha acumulación es mucho menor (41%) que la registrada entre 1993 y 1998 (Gráfico 53).

Recuadro 3

MEDIDAS DE LARGO PLAZO DE LA TASA DE CAMBIO REAL¹

Carolina Arteaga Cabrales*

El análisis de la tasa de cambio real (TCR) es fundamental para cualquier economía abierta, al ser una medida apropiada de competitividad de los diferentes sectores de un país y tener en cuenta los precios relativos de los bienes transables y no transables. Dada la incertidumbre y la volatilidad en el tipo de cambio, así como su relevancia en la toma de decisiones de los agentes, es necesario considerar herramientas que permitan medir su desviación con respecto a un nivel teórico de largo plazo explicado por determinantes fundamentales. En los últimos años Colombia ha sufrido cambios importantes que han afectado su estructura productiva y las relaciones entre las variables económicas. La evolución de los regímenes cambiarios, la apertura económica, los cambios en los términos de intercambio, la profundización financiera y la disminución en la percepción de riesgo del país, entre otros, son algunos de los elementos que han influido tanto en la trayectoria de la TCR observada como en la de largo plazo (TCRLP).

El equilibrio de la TCR no es un concepto único, ya que depende del horizonte de análisis y de los supuestos que se hagan para estimarlo. Adicionalmente, como cualquier precio relativo, la TCR está determinada por una serie de variables económicas y de choques aleatorios, algunos de los cuales pueden tener efectos permanentes sobre el nivel de la serie, mientras que otros solo tienen un efecto transitorio (Clark y MacDonald (1999)). En este sentido, la literatura económica ha encontrado diferentes formas de definir y aproximarse a la noción de equilibrio de la TCR. Dentro de estas se encuentran la paridad en el poder de compra (PPC), que es una generalización de la ley del único precio; el *behavioral equilibrium exchange rate* (BEER), que mediante métodos econométricos estima una TCRLP determinada por el movimiento de sus fundamentales, y por último, el *fundamental equilibrium exchange rate* (FEER), que hace referencia al concepto de equilibrio de mediano plazo, en donde el equilibrio interno se logra cuando el producto está en su nivel potencial (la brecha de producto es cero), mientras que el equilibrio externo se logra cuando la cuenta corriente está en un nivel sostenible de largo plazo, de tal forma que la

TCRLP es la que permite este ajuste. A partir de cada una de estas metodologías se obtienen diferentes aproximaciones de la TCRLP; sin embargo, es importante señalar que, dado que esta es una variable no observable, seleccionar la medida de largo plazo más adecuada es difícil, pues no hay forma de calcular el error y así determinar qué tan acertada es la estimación². Así mismo, al ser conceptos de equilibrio diferentes, sus resultados no necesariamente coinciden ni deberían ser comparados. A continuación se hace un resumen de las distintas medidas de la TCRLP para Colombia.

1. Paridad en el poder de compra (PPC)

a. PPC absoluta: Big Mac index

La PPC se basa en la noción de que en el mediano y largo plazos una moneda debería ser capaz de comprar una misma canasta de bienes en distintos lugares del mundo (Pearce, 1992). La intuición es simple: los precios de un mismo bien expresado en una misma moneda, comercializado dentro y fuera del país, deben ser iguales gracias a la presión que ejercen las oportunidades de arbitraje. En efecto, si un bien es más caro en un lugar que en otro, debería exportarse desde el lugar barato hacia el más costoso, lo que presionaría al alza los precios en el primero y a la baja en el segundo, hasta igualarlos. Bajo esta premisa la tasa de cambio real de largo plazo sería igual a 1. Esto porque el precio de una canasta interna fija sería P mientras la canasta internacional debería ser EP^* y la TCRLP igual a 1.

$$E_t P_t^* = P_t : \text{ley del único precio; entonces, } E_t = \frac{P_t}{P_t^*}$$

$$\frac{E_t P_t^*}{P_t} = Q_t^E = 1$$

De esta forma, la tasa de cambio nominal debería ser igual a la razón entre los niveles de precios, y en consecuencia la depreciación de la moneda debería ser igual a la diferencia entre la inflación interna y la externa (Sarno y Taylor, 2006). Una forma de calcular esta medida es comparando los precios de una hamburguesa Big Mac en Estados Unidos y en Colombia, como ejemplo de un bien que debería tener el mismo precio en todo el mundo cuando se expresa en una misma moneda. Este análisis supone que los Estados Unidos es el único mercado relevante para Colombia en términos de comercio y competencia. Sin embargo, una medida de la tasa de cambio de largo plazo más amplia se puede construir

1 Una explicación detallada de las diferentes metodologías será publicada próximamente en la serie Borradores de Economía del Banco de la República.

* Profesional especializada del Departamento de Programación e Inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos. Las opiniones expresadas son exclusivas de la autora y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

2 De esta forma, la incertidumbre no se limita al período previsto, sino que también se extiende al lapso observado.

al tomar como precio externo de la Big Mac el promedio ponderado del precio en dólares de los principales socios comerciales.

b. PPC relativa

La presencia de costos de transacción, incluyendo gastos de transporte y aranceles —que en el escenario extremo dan pie a la existencia de bienes no transables internacionalmente— y de bienes no homogéneos, hacen que la PPC en su versión estricta no se cumpla. El hecho de que el capital y el trabajo no tengan libre movilidad entre países también dificulta que los precios se igualen. Sin embargo, en tanto estos impedimentos no cambien el arbitraje, o se den estructuras de comercio y producción particulares, es posible que se observe una forma de PPC algo más débil, donde la TCRLP no sea unitaria sino que sea igual a una constante³.

De esta manera, la PPC absoluta puede no cumplirse, entre otras cosas, por restricciones comerciales, costos de transporte y expectativas de inflación diferentes, así que la TCRLP puede ser una constante diferente a 1:

$E_t P_t^* = K P_t^*$, donde K puede ser τ , o costos de transporte

$$\frac{E_t P_t^*}{P_t} = Q_t^E = K$$

Una forma de aproximarse a esta medida es tomando como nivel de largo plazo el promedio de la serie, para lo cual se puede utilizar el promedio histórico simple o un promedio con cambio estructural⁴.

c. PPC ajustada por no transables

Cambios en la productividad del sector transable pueden generar desviaciones continuas de la PPC absoluta y de la relativa (efecto Balassa-Samuelson)⁵. Si un país incrementa (disminuye) relativamente su productividad en el sector

transable, se apreciará (depreciará) su tasa de cambio y esta tendrá una tendencia decreciente (creciente). En general, el efecto Balassa-Samuelson sugiere que aumentos en la productividad de un país, concentrados en el sector transable, generan un incremento en el nivel de salarios de la economía que en el sector no transable deben ser compensados con un mayor nivel de precios, y por tanto, se obtiene una TCR más apreciada. En efecto, cuando el rezago tecnológico del sector no transable con respecto al sector transable crece, se produce un incremento en la oferta de bienes transables. Esto, a su vez, genera presiones de demanda sobre el mercado laboral. El trabajo, que se puede considerar un bien no transable, aumenta de precio por el ajuste natural que se debe dar en dicho mercado ante una mayor demanda. En consecuencia, si hay movilidad laboral, aumentan los costos laborales de todos los sectores económicos y se produce un incremento en el costo marginal. De este modo, el nuevo equilibrio en el sector de no transables se ubica en un precio mayor. Ante la exogeneidad en el precio de los transables, se observa un incremento en el precio relativo de los bienes no transables, es decir, una apreciación de la tasa de cambio real.

Una aproximación a esta medida de largo plazo es el filtro de Hodrick y Prescott de la TCR observada, el cual permite obtener una estimación de la tendencia de esta serie como aproximación de la TCRLP. Al tener dicha medida una pendiente diferente de 0 y cambiar en el tiempo, se puede estar reflejando variaciones en la productividad relativa del sector transable frente al resto del mundo. Otra medida se construye a partir de la base de datos *Penn World Tables*, donde la desviación de la tasa de cambio con respecto a la de paridad es función del nivel de desarrollo del país frente al de los Estados Unidos. Los países en desarrollo pueden estar continuamente desviados de la PPC porque tienden a registrar bajos niveles de productividad. En la medida en que los países en desarrollo crecen, aumentan su productividad, el precio de los no transables se incrementa, la tasa de cambio se aprecia y se acercan a la PPC. Esta metodología mide la desviación de la tasa de cambio nominal de cada país con respecto de la tasa de cambio nominal (TCN) de PPC en función de la razón del PIB per cápita de cada país frente al de los Estados Unidos. De acuerdo con esta, las desviaciones de la PPC se explican por el nivel de desarrollo y la productividad de las economías (efecto Balassa-Samuelson), así:

$$\frac{TRM_i}{TC(PPP)_i} = f\left(\frac{PIB pc_i}{PIB pc_{USA}}\right)$$

donde:

$$TC(PPP) = \frac{P_{NT}^\alpha * P_T^{(1-\alpha)}}{P_{NT}^{\alpha*} * P_T^{(1-\alpha*)}}$$

3 Estadísticamente la TCR debería ser una serie estacionaria, así que sus movimientos serían transitorios, al menos a horizontes de mediano y largo plazos.

4 De acuerdo con Cárdenas (2001) y Misas y Ramírez (2006), hay evidencia para Colombia de un cambio estructural en la década de los ochenta. Así, con la prueba de Perron y Yabu (2009: 369-396) se encontró que en junio de 1985 hay un quiebre en la serie, por lo cual pueden distinguirse dos períodos en los cuales la TCR fluctúa alrededor de dos medias diferentes. Esto afecta la medida de equilibrio basada en el promedio histórico de la serie y, en consecuencia, se calcula un promedio de 1970 a junio de 1985, y otro de julio de 1985 a la fecha.

5 En la medida en que se busca explicar la dinámica de los sectores no transables, es más apropiado usar en el análisis una

medida de TCR que tome la canasta al consumidor y no al productor.

2. Behavioral equilibrium exchange rate (BEER)

En la metodología BEER se plantea que los modelos de PPC no son apropiados para determinar el equilibrio en el mediano y corto plazos, pues las desviaciones de la TCR con respecto a la media pueden ser muy duraderas. En consecuencia, estos modelos intentan definir la TCRLP de forma reducida y se basan en estimaciones de series de tiempo que buscan capturar cómo la dinámica de distintas variables determina la evolución de la TCRLP. De acuerdo con esta noción, el equilibrio varía en el tiempo y se especifica como una función de sus fundamentales macroeconómicos. En general, esta metodología se basa en modelos econométricos que buscan explicar el comportamiento en el largo plazo de la TCR, mediante la identificación de tendencias comunes, diferenciando los componentes permanentes y transitorios de los fundamentales de la TCR.

Para Colombia algunos trabajos que siguen esta metodología son Echavarría *et al.* (2007), donde se calcula a partir de un VEC estructural (SVEC) una medida de largo plazo de la TCR⁶, lo cual toma como fundamentos los activos externos netos como proporción del PIB, los términos de intercambio y la apertura (exportaciones no tradicionales más importaciones sobre PIB). Arteaga *et al.* (2012) estiman un modelo VEC (trimestral desde 1994) para la tasa de cambio real, tomando como variables de largo plazo los activos externos netos multiplicados por la tasa de interés *prime*, los términos de intercambio, el consumo público como porcentaje del PIB y la productividad relativa frente a los Estados Unidos, y como variables de corto plazo el diferencial de tasas de interés, el EMBI y el PIB de los socios comerciales. Adicionalmente, los mismos autores, siguiendo a MacDonald y Ricci (2003), estiman un VEC suavizado donde se aplica el vector de cointegración del VEC estimado a los fundamentos suavizados con el filtro de Hodrick y Prescott para calcular la TCRLP. Esta metodología intenta incorporar el hecho de que en el corto plazo existen rigideces que impiden que los precios relativos se ajusten completamente para equilibrar los mercados, por lo que puede ser adecuado modelar una TCRLP que no incorpora los movimientos de corto plazo de sus determinantes.

3. Fundamental equilibrium exchange rate (FEER)

De acuerdo con esta metodología, la TCRLP es aquella que surge cuando una economía está en equilibrio interno y externo. El equilibrio interno se logra cuando el producto está en su nivel potencial (la brecha del producto es cero) y el

último se obtiene cuando la cuenta corriente se encuentra en su nivel de largo plazo (Williamson, 1983). La implementación práctica de estos modelos se puede hacer utilizando al menos dos enfoques alternativos. En el primero se especifica una relación entre la cuenta corriente, la brecha del PIB, la TCR y los términos de intercambio, y se obtiene la TCRLP como aquella que prevalece cuando simultáneamente: i) la cuenta corriente está en un nivel coherente con una brecha de producto en cero y ii) los términos de intercambio se ubican en niveles similares a los de su tendencia. En el segundo enfoque, denominado de sostenibilidad externa, la TCRLP es aquella que logra que la cuenta corriente sostenible sea igual a la cuenta corriente que prevalecería en el mediano plazo. En esta sección se muestran tres metodologías de la segunda alternativa.

En la práctica, la aproximación a esta medida de largo plazo sigue la metodología del FMI y se calcula como el ajuste necesario en la TCR que surge de la desviación de la cuenta corriente tendencial (se toma como el filtro de Hodrick y Prescott de la observada) con respecto a la cuenta corriente de largo plazo. Posteriormente, se divide esa diferencia por la elasticidad de la cuenta corriente a la tasa de cambio ponderadas por lo que representan en el PIB, así:

$$\text{Exchange rate assesment} = \frac{CC^* - CC_{trend}}{\mu_{tc}}$$

Como valores de la cuenta corriente de largo plazo se pueden tomar: i) aquella que mantiene los activos externos en sus niveles de largo plazo, ii) el valor histórico, o iii) una estimación panel siguiendo a Arteaga, *et al.* (2011). La primera alternativa consiste en calcular la TCRLP que es coherente con una cuenta corriente sostenible, entendida como aquella que hace que la razón de activos externos netos (AEN) a PIB esté en su valor de largo plazo, lo que es equivalente a una posición de balanza de pagos donde el déficit de cuenta corriente es compensado por flujos sostenibles de capital internacional. La TCRLP es aquella que logra que la cuenta corriente sostenible y la tendencial (el filtro HP de la observada) sean iguales. Siguiendo a Edwards (2005), una manera de determinar esta CC de largo plazo es suponer una razón de posición de inversión internacional neta (PII) a PIB en su nivel de tendencia; en otras palabras, se supone que la tasa de crecimiento del PIB en dólares de tendencia debe ser igual a la tasa de crecimiento de los pasivos internacionales netos. Dado que el déficit de CC corresponde al cambio en la PII, esto se traduce en:

$$\frac{\Delta PII}{PII} = \frac{CC^*}{PII} = g + \pi - \Delta e$$

Donde g es la tasa de crecimiento real del producto, π es la inflación y Δe es la tasa de depreciación nominal. Si además se supone que se cumple la paridad de poder de compra

6 Calculado desde 1964 con periodicidad anual. Una restimación del modelo se hizo manteniendo la misma estructura teórica, pero se cambió la fuente de la variable apertura económica de cuentas nacionales por la de balanza de pagos.

relativa (PPCR), $\pi - e = \pi^*$, donde π^* es la inflación externa relevante, la expresión anterior se simplifica a:

$$\frac{CC^*}{PII} = g + \pi^* \quad \text{o} \quad CC^* = (g + \pi^*) \frac{PII}{PIB}$$

Donde CC^* corresponde a la cuenta corriente sostenible (como porcentaje del PIB) que surge de encontrar un cierto nivel de déficit que, con un supuesto de crecimiento potencial de la economía colombiana y una inflación de socios comerciales en sus niveles de tendencia, mantiene los AEN como proporción del PIB en el nivel resultante después de aplicar un filtro de Hodrick y Prescott.

Una medida adicional toma como cuenta corriente de largo plazo el promedio de dicha variable entre 1980 y 2011, que para Colombia es de -1,8% del PIB. La última definición de CC de largo plazo sigue el trabajo de Arteaga, Luna y Ojeda (2011), y corresponde a una estimación panel con países en desarrollo, de tal forma que permita ver la relación que ha tenido la CC con sus fundamentales a lo largo del tiempo y entre países que comparten características similares⁷

Referencias

Arteaga, C.; Luna, R.; Ojeda-Joya, J. (2011). "Normas de cuenta corriente y tasa de cambio real de equilibrio en Colombia", Borradores de Economía, núm. 681, Banco de la República de Colombia.

Arteaga, C.; Granados, J.; Ojeda-Joya, J. (2012). "El comportamiento del tipo de cambio real en Colombia: ¿Explicado por sus fundamentales?", Borradores de Economía, núm. 742, Banco de la República de Colombia.

Cárdenas, M. (2001). "Economic Growth in Colombia: A reversal of Fortune?", Working Paper núm. 083, Center for International Development.

Clark, P. B; MacDonald, R. (1999). "Exchange Rates and Economic Fundamentals: a Methodological Comparison of BEERs and FEERs", en R. MacDonald y J. Stein, *Equilibrium Exchange Rates*, Boston: Kluwer Academic Publishers.

Echavarría, J.; Enciso, E.; Misas, M. (2007). "La tasa de cambio real de equilibrio en Colombia y su desalineamiento: estimaciones a través de un modelo SVEC", Borradores de Economía, núm. 472, Banco de la República.

Edwards, S. (2005). "Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely to Be?", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1, pp. 211-288.

MacDonald, R.; Ricci, L. (2003). "Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate for South Africa" (mimeo), International Monetary Fund.

Misas, M.; Ramírez, M. T. (2006). "Colombian Economic Growth under Markov Switching Regimes with Endogenous Transition Probabilities", Borradores de Economía, núm. 425, Banco de la República.

Pearce, D. W. (1992). *The MIT Dictionary of Modern Economics*, Cambridge: MIT Press.

Sarno, L; Taylor, M. (2003). *The Economics of Exchange Rate*, Cambridge: Cambridge University Press.

Williamson, J. (1983). "The Exchange Rate System", *Policy Analyses in International Economics*, núm. 5, Institute of International Economics, Washington, D. C.

7 La muestra utilizada incluye información de 38 países en desarrollo para el periodo 1970-2008.

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 2012 y 2013. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta julio de 2012.

1. Proyecciones para 2012

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,5% frente a 4,3% estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. De la misma forma, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 4,5%.

Cuadro A1
Proyecciones para 2012

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo (porcentaje) (trece ciudades)
Analistas locales						
Alianza Valores	4,3	3,0	1.850	5,2	-1,8	10,5
Anif ^{a/}	4,5	3,0	n.d	5,0	-1,3	9,8
Banco de Bogotá	4,5	3,0	1.806	5,0		10,2
Bancolombia	4,5	3,1	1.840	4,7	-1,2	10,2
BBVA Colombia ^{a/}	4,3	2,9	1.800	5,2	-2,1	10,3
Corficolombiana	4,4	3,1	1.775	5,0		9,7
Corpbanca ^{b/,c/}	4,5	3,0	1.928	4,9	-2,0	11,0
Corredores Asociados	4,5	3,1	1.834	5,1	-1,2	9,8
Correval	4,6	3,1	1.850	5,0	-1,5	9,9
Davivienda ^{a/}	4,6	3,0	1.820	5,2	-2,2	10,2
Fedesarrollo ^{a/}	4,4	3,1	1.827	5,0	2,4	10,5
Interbolsa ^{a/}	4,7	3,0	1.805	5,1	-2,2	9,8
Ultrabursátiles	4,6	3,0	1.830	5,1	n.d	10,5
Promedio	4,5	3,0	1.830	5,0	-1,3	10,2
Analistas externos						
Citi ^{a/}	4,4	2,9	1.865	5,3	-2,5	10,5
Deutsche Bank	4,6	3,1	1.800	n.d	-1,9	9,9
Goldman Sachs	4,7	3,0	1.800	n.d	-2,4	n.d
JP Morgan	4,3	3,0	n.d	4,5	-0,8	n.d
Promedio	4,5	3,0	1.822	4,9	-1,9	10,2

n.d. no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

c/ Antiguo Banco Santander.

Fuente: Encuesta electrónica.

Cuadro A2
Proyecciones para 2013

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,4	4,2	1.830
Anif	4,8	3,3	n.d
Banco de Bogotá	4,6	3,0	1.820
Bancolombia	4,5	3,6	1.780
BBVA Colombia	4,4	3,2	1.820
Corficolombiana	4,8	3,3	1.750
Corpbanca ^{a/}	4,6	3,2	1.898
Corredores Asociados	4,9	3,2	1.750
Correval	5,3	3,2	1.850
Davivienda	4,6	3,0	1.800
Fedesarrollo	4,3	2,9	1.832
Interbolsa	5,1	3,1	1.807
Ultrabursátiles	4,7	3,1	1.810
Promedio	4,7	3,2	1.812
Analistas Externos			
Citi	4,5	3,2	1.850
Deutsche Bank	4,2	3,0	1.770
Goldman Sachs	5,0	3,0	1.850
JP Morgan	4,5	3,0	n.d
Promedio	4,6	3,1	1.823

n.d. no disponible.

a/ Antiguo Banco Santander.

Fuente: Encuesta electrónica.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales al igual que los extranjeros prevén un incremento de 3,0% en los precios al finalizar el año. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la JDBR para 2012 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de \$1.830, que el mismo valor estimado en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$1.822 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores de promedio 5,0%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,2%.

2. Proyecciones para 2013

Para 2013 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 4,7% y los extranjeros uno de 4,6%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,2% y 3,1%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de \$1.812 y \$1.823, respectivamente.