



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2011

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2011*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 30 de enero 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 en Colombia	25
Recuadro 1: El tratado de libre comercio de Colombia con los Estados Unidos	30
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	32
A. El PIB en el tercer trimestre de 2011	32
B. Pronóstico de corto plazo del PIB	35
Recuadro 2: Algunas consideraciones sobre los canales de transmisión del incremento del salario mínimo a los precios	41
III. Desarrollos recientes de la inflación	45
A. La inflación básica	46
B. La inflación de alimentos	49
IV. Pronósticos de mediano plazo	51
A. Crecimiento económico	51
B. Inflación	55
C. Balance de riesgos	60
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	63
A. Evolución de los precios de la vivienda	63
B. Evolución del crédito	65
C. Déficit en cuenta corriente	67
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	70

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índices de confianza de la zona del euro	16
Gráfico 2	PIB real de los Estados Unidos	17
Gráfico 3	Crecimiento anual del PIB de China	18
Gráfico 4	Crecimiento mundial y proyecciones	18
Gráfico 5	Tasas de interés de los bonos de deuda pública a 10 años para algunas economías europeas	19
Gráfico 6	Retorno del precio de las acciones de algunos bancos comerciales durante 2011	19
Gráfico 7	Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios para algunas economías avanzadas	20
Gráfico 8	Índices de tasas de cambio en algunos países de América Latina	21
Gráfico 9	Inflación en las economías desarrolladas	21
Gráfico 10	Inflación en algunas economías de América Latina	22
Gráfico 11	Índice de precios de alimentos de la FAO	24
Gráfico 12	Precios internacionales del petróleo	24
Gráfico 13	Exportaciones totales	25
Gráfico 14	Exportaciones industriales sin productos básicos	26
Gráfico 15	Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador y resto	26
Gráfico 16	Importaciones de bienes (FOB)	26
Gráfico 17	Producto interno bruto	33
Gráfico 18	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	35
Gráfico 19	Indicador de confianza del consumidor	36
Gráfico 20	Tasa de desempleo	36
Gráfico 21	Tasa de desempleo (TD)	36
Gráfico 22	Número de ocupados	37
Gráfico 23	Tasas de interés reales de los hogares	37
Gráfico 24	Total comercio minorista sin combustibles	38
Gráfico 25	Tasas reales de interés del crédito comercial	38
Gráfico 26	Índice de producción industrial sin trilla de café	38
Gráfico 27	Indicadores de pedidos y existencias de la industria	39
Gráfico 28	Imaco: Indicador líder 5 meses del PIB	39
Gráfico 29	Inflación total al consumidor	45
Gráfico 30	Indicadores de inflación básica	47
Gráfico 31	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	47
Gráfico 32	IPC de no transables	47
Gráfico 33	IPC de regulados y sus componentes	48
Gráfico 34	IPP según procedencia	49
Gráfico 35	Índices de costos a partir de la matriz de contabilidad social (MCS)	49
Gráfico 36	IPC de alimentos	50
Gráfico 37	IPC de alimentos por grupos	50
Gráfico 38	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	54
Gráfico 39	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	54
Gráfico 40	<i>Fan chart</i> de la bracha del producto	55
Gráfico 41	Pronóstico de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa	57

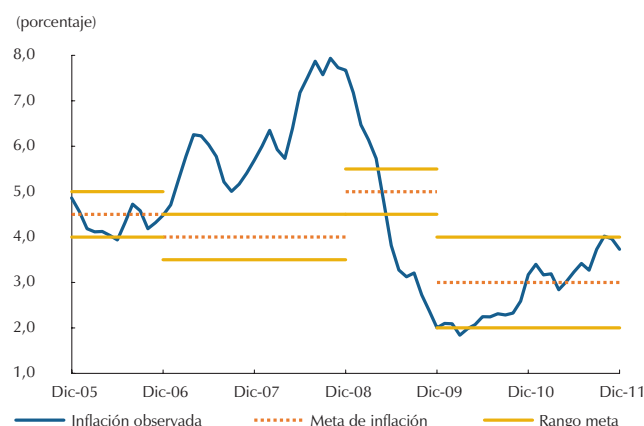
Gráfico 42	Expectativas de inflación derivadas de los TES (a 2, 3 y 5 años)	57
Gráfico 43	Encuesta trimestral de expectativas Inflación observada y expectativas de inflación	58
Gráfico 44	<i>Fan chart</i> de la inflación total	59
Gráfico 45	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	59
Gráfico 46	A. Índices del precio de la vivienda relativo al IPC B. Variación anual del IPVU e IPVN	64
Gráfico 47	IPVU real por estratos	64
Gráfico 48	Componente cíclico: cartera real per cápita	65
Gráfico 49	Indicador combinado de ciclo y crecimiento crediticio	66
Gráfico 50	A. PIB real B. Consumo real	66
Gráfico 51	A. Cuenta corriente / PIB B. Entrada neta de capitales a la economía / PIB	67
Gráfico 52	Precio real de las acciones	67
Gráfico 53	Brecha de la cuenta corriente y percentiles	68
Gráfico 54	Cuenta corriente observada	68

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	23
Cuadro 2	Pronósticos para los bienes básicos exportados por Colombia	24
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	33
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	35
Cuadro 5	Indicadores de inflación al consumidor	46

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En diciembre de 2011 la inflación anual fue de 3,73%, cifra superior al punto medio del rango meta de largo plazo ($3\% \pm 1\%$) (Gráfico A). El comportamiento de la inflación en el cuarto trimestre de 2011 se explicó, en gran parte, por la evolución del IPC de alimentos. La aceleración de este último indicador, que desde mayo de 2011 ha sido afectado por factores climáticos, en octubre condujo a la inflación total levemente por encima del 4%. En noviembre y diciembre la variación anual de los precios de los alimentos disminuyó y la inflación retornó a la misma tasa registrada en septiembre (3,73%).

El IPC sin alimentos, al igual que el resto de medidas de inflación básica, también presentó un mayor ritmo de incremento anual durante el último trimestre de

2011. El promedio de estas medidas, que ha mostrado una tendencia alcista desde septiembre de 2010, supera el 3%.

Dentro del IPC sin alimentos, entre octubre y diciembre de 2011 el grupo de regulados fue el único que no exhibió un comportamiento ascendente en su variación anual. El rubro de transables volvió a registrar una aceleración lenta, pero continua, comportamiento que se viene observando desde finales de 2010. De la misma manera, durante dicho trimestre en el IPC de no transables se observó una aceleración, pero menor.

Las anteriores tendencias del IPC afectaron las diferentes expectativas de inflación, las cuales han venido aumentando desde octubre pasado y se situaron por encima de 3,5%.

En cuanto a la actividad económica, el crecimiento anual de 7,7% del PIB para el tercer trimestre de 2011, resultó superior a lo proyectado por el equipo técnico del Banco y por el promedio del mercado. Esta elevada tasa de expansión se explicó por el dinamismo de la demanda interna, que se expandió 9,4% anual, impulsada tanto por el consumo como por la inversión. Las exportaciones volvieron a presentar un aumento anual de dos dígitos (10,5%), inferior al crecimiento de las importaciones (18,8%).

La información más reciente sugiere que en el cuarto trimestre de 2011 la economía colombiana continuó mostrando un buen dinamismo, expandiéndose incluso a una tasa superior a la registrada en el primer semestre del año. Diferentes indicadores, como el índice de confianza del consumidor, las importaciones de bienes de consumo, la encuesta de comercio al por menor y la cartera de consumo, sugieren que el dinamismo del gasto de los hogares continuó. El consumo también estaría siendo favorecido por el buen comportamiento del mercado laboral, con tasas de desempleo históricamente bajas.

Los nuevos datos para el cuarto trimestre de 2011 también muestran un buen comportamiento de la inversión. A noviembre las importaciones de bienes de capital en dólares crecieron a tasas elevadas y la producción de cemento mantuvo un comportamiento dinámico. A fin de año las carteras hipotecaria y comercial se expandían a tasas muy superiores al aumento del PIB nominal estimado para 2011. La inversión, al igual que el consumo, también estaría siendo favorecida por tasas de interés reales de crédito que se encuentran en niveles bajos, inferiores a los promedios históricos calculados desde 1998 (a excepción de las tarjetas de crédito).

En cuanto al panorama externo, las cifras del último trimestre de 2011 muestran que la economía mundial se debilitó. La zona del euro probablemente creció a tasas negativas en ese trimestre y entidades como el Fondo Monetario Internacional y otros organismos multilaterales han reducido la proyección de crecimiento global en 2012. Así, es probable que en el presente año el incremento en la demanda externa de nuestros principales socios comerciales sea positiva pero menor a la observada en 2011.

En el último trimestre de 2011 el crecimiento de la economía de los Estados Unidos, nuestro primer socio comercial, registró una aceleración, explicada en una recuperación del consumo y de la actividad manufacturera. Para 2012 se espera que dicho país crezca a una tasa positiva, pero algo inferior a la de su potencial.

Las principales economías emergentes que se expandieron fuertemente en 2010 han seguido desacelerándose, de acuerdo con lo previsto. En China las cifras recientes sobre actividad económica sugieren una disminución suave del crecimiento. En las economías más grandes de Latinoamérica la tendencia es hacia la moderación.

Pese a la menor expansión de la demanda mundial, los precios internacionales de los principales productos básicos que exporta Colombia se han mantenido en

niveles relativamente altos. En el caso del petróleo, algunas restricciones de oferta y las tensiones geopolíticas en países productores han hecho que los precios se mantengan altos. En estas condiciones, los términos de intercambio de Colombia siguen en niveles elevados y estimulan el ingreso nacional.

El incremento en las primas de riesgo internacional y la reducción en la calificación de algunos países europeos no han tenido efectos significativos sobre las primas de riesgo de nuestro país. De hecho, en lo corrido del presente año la tasa de cambio se apreció, después de haber registrado una tendencia alcista a finales de 2011.

El comportamiento en los precios internacionales se ha visto reflejado en las ventas externas del país. A noviembre las exportaciones en dólares de Colombia crecieron 42,5% anual, dinámica explicada en especial por las de origen minero (petróleo crudo y sus derivados, carbón, ferroníquel y oro), las cuales aumentaron 52,1%. Las ventas externas de bienes agrícolas (café, banano y flores) crecieron 8,4% en el mismo mes. El resto de exportaciones pasó de crecer 8,1% anual en octubre a 31,5% en noviembre.

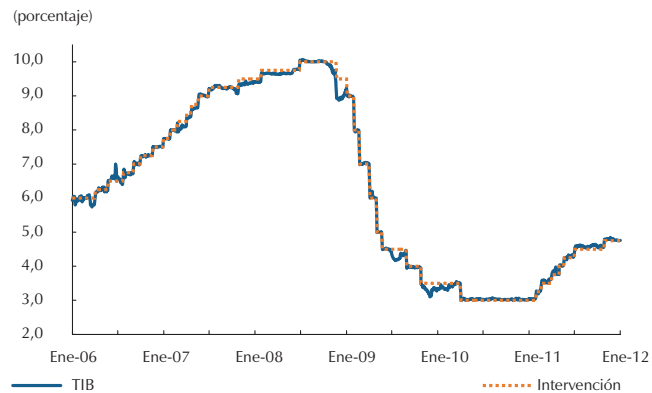
Por todo lo anterior, el equipo técnico espera que el crecimiento anual del PIB en el cuarto trimestre de 2011 se sitúe en un intervalo entre 5,0% y 6,2%; y para todo el año se proyecta un intervalo de crecimiento entre 5,6% y 6,0%. Para 2012 el rango de pronóstico no cambió: entre 4% y 6%.

En conclusión, por el lado de la demanda interna la economía colombiana continúa exhibiendo un importante crecimiento. Si la confianza y los precios internacionales de los principales productos de exportación continúan en niveles altos, cabría esperar que el fuerte dinamismo en la demanda se prolongue hacia los próximos trimestres y genere presiones de capacidad. Esto último podría dar paso a una situación de exceso de demanda que produzca presiones inflacionarias. Al anterior riesgo se le suma el hecho de que el crédito a las empresas y a los hogares está aumentando a tasas elevadas y superando ampliamente el crecimiento del PIB nominal. Adicionalmente, los índices de precios de la vivienda nueva y de la usada siguen en niveles históricamente altos.

En cuanto a la demanda externa, el mayor riesgo de los pronósticos centrales de crecimiento sigue siendo un ajuste desordenado en Europa. De materializarse dicho riesgo, la economía mundial se expandiría considerablemente menos de lo esperado, los precios internacionales de los bienes básicos podrían caer y la aversión global al riesgo exacerbarse, todo lo cual afectaría adversamente la economía colombiana.

En las Juntas del cuarto trimestre de 2011 y en la de enero de 2012 se evaluó el anterior balance de riesgos y se decidió incrementar en dos oportunidades (noviembre y enero) la tasa de interés de intervención del Banco de la República en 25 puntos básicos, situando ahora la tasa de interés para la subasta de expansión en 5% (Gráfico B). El 3 de febrero de 2012 también se decidió aumentar el nivel

Gráfico B
Tasa de intervención y TIB



Fuente: Banco de la República.

de reservas internacionales. Para ello efectuará compras diarias de por lo menos US\$20 millones mediante el sistema de subastas competitivas por al menos tres meses consecutivos contados a partir del lunes 6 de febrero de 2012.

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

José Darío Uribe Escobar
Gerente General
Banco de la República

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Óscar Iván Ávila

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Anderson Grajales

Daniel Parra

José David Pulido

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

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

El crecimiento de las economías avanzadas ha sido afectado por la crisis de deuda pública en Europa y por los problemas de solvencia de sus bancos.

Las autoridades económicas europeas han tomado medidas que han dado alguna tranquilidad a los mercados; sin embargo, los riesgos de una profundización de la crisis no han desaparecido.

Los pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales de Colombia en 2012 se mantuvieron gracias a un mayor dinamismo en algunos países de la región.

El pronóstico del precio del petróleo aumentó frente al informe anterior, debido a problemas geopolíticos.

A. COYUNTURA INTERNACIONAL

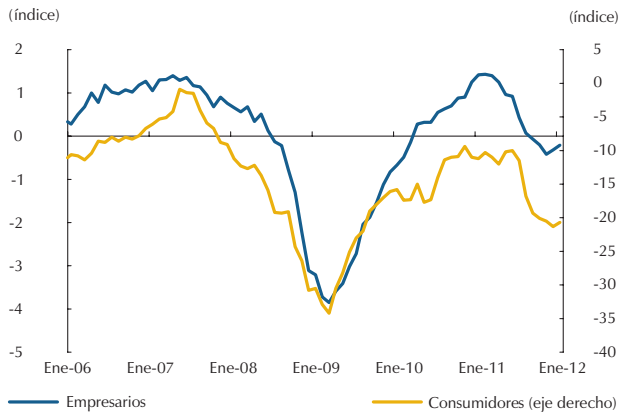
1. Actividad real

Durante el cuarto trimestre de 2011 la actividad real continuó deteriorándose en la zona del euro como consecuencia de la crisis de deuda soberana de los países de la periferia (Grecia, Irlanda, Italia, España y Portugal) y de los problemas de solvencia del sistema financiero europeo. En los Estados Unidos los indicadores económicos mostraron una expansión moderada del consumo y de la actividad manufacturera, al igual que una tímida recuperación del mercado laboral, hechos que disminuyeron los temores de una segunda recesión. Por su parte, las economías emergentes han seguido desacelerándose de acuerdo con lo previsto en el *Informe sobre Inflación* anterior. Una caída profunda en la zona del euro podría acentuar esta tendencia.

Las economías emergentes han seguido desacelerándose de acuerdo con lo previsto en informes anteriores.

La inestabilidad del sistema financiero europeo y los problemas de deuda han afectado la actividad económica de la región, incluyendo a economías grandes como Alemania y Francia, cuyos indicadores de producción industrial se han deteriorado, mostrando en algunos meses señales de contracción. De acuerdo con

Gráfico 1
Índices de confianza de la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

la revisión más reciente del producto interno bruto (PIB), la zona del euro creció 0,1% durante el tercer trimestre del año, cifra inferior a la estimada meses atrás y que demuestra que la economía se encuentra débil. Esta dinámica ha sido confirmada por la información disponible para el cuarto trimestre, según la cual los sectores de manufacturas y servicios llevan varios meses contrayéndose, mientras que la confianza de empresarios y consumidores continúa deprimida (Gráfico 1).

A lo anterior se le suman algunas declaraciones de organismos oficiales de Alemania y España, quienes afirman que el crecimiento de sus países fue negativo durante el cuarto trimestre de 2011. Aunque su producción probablemente cayó, las perspectivas de crecimiento de corto y mediano plazos son distintas para cada uno de estos países.

Por un lado, Alemania cuenta con una de las tasas de desempleo más bajas de la región y una mayor estabilidad interna; mientras que en España el nivel de desempleo se encuentra en máximos históricos y los problemas de deuda soberana, al igual que los desbalances de las comunidades autónomas, no plantean una salida pronta de la crisis.

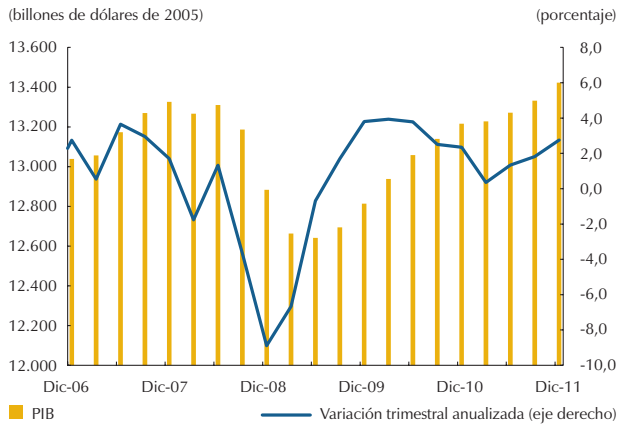
Estos desbalances han sido recurrentes en la zona del euro y representan un reto para las autoridades de la región, quienes deberán diseñar planes que permitan subsanar las diferencias entre las economías y que aseguren una senda de crecimiento sostenido en el largo plazo. Por el momento, las decisiones recientes pretenden una consolidación fiscal y un fortalecimiento del sistema financiero, mediante la implementación de una regla fiscal y la creación de un fondo de ayuda permanente. De acuerdo con algunos analistas, la integración fiscal es indispensable para alcanzar una mayor unidad económica en la zona del euro; no obstante, mientras no se establezca un sistema de transferencias en la región, como sucede en los Estados Unidos, esta meta será difícil de alcanzar, por lo que los planes actuales seguirán siendo insuficientes.

Tras los anuncios de las autoridades económicas europeas, los gobiernos de España e Italia han establecido nuevos planes de austeridad fiscal que incluyen reducciones en el gasto público y mayores impuestos. Para el caso específico de Italia las medidas han estado acompañadas de un plan para incentivar el crecimiento del país mediante la liberalización de ciertos sectores, con el fin de aumentar su competitividad.

Pese a las políticas implementadas, la economía de la zona del euro continúa contrayéndose.

Pese al menor crecimiento en Europa, la actividad económica en los Estados Unidos ha seguido expandiéndose. Durante el cuarto trimestre de 2011 esta dinámica se aceleró como consecuencia de la normalización en la cadena de suministros en Japón, de la caída transitoria del precio del petróleo entre abril y septiembre, y de alguna recuperación de la confianza de empresarios y consumidores.

Gráfico 2
 PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

De acuerdo con la información más reciente, la economía estadounidense se expandió 2,8% trimestral anualizado en los últimos tres meses del año, con lo que completó un crecimiento anual de 1,7% durante 2011. Este buen comportamiento estuvo apoyado en el consumo, especialmente en bienes durables, al igual que en la acumulación de inventarios y en las exportaciones, rubros que compensaron la contracción del menor gasto del Gobierno y el incremento en las importaciones (Gráfico 2)¹.

Por su parte, el mercado laboral ha mejorado un poco y en los últimos meses su tasa de desempleo ha caído, pasando de 9,1% en agosto a 8,5% en diciembre. Dicha disminución ha sido el resultado tanto de una caída en la oferta de trabajo como de una mayor creación de empleo, especialmente en servicios y manufacturas.

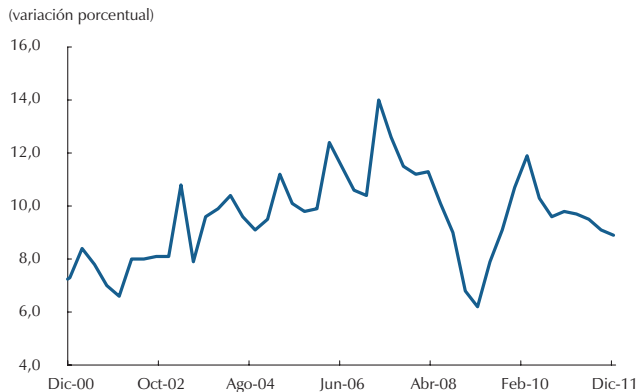
En los Estados Unidos se observan mejoras en su mercado laboral.

A pesar de estas señales positivas, en los Estados Unidos aún subsisten problemas estructurales que impiden que la economía retorne a su tasa de crecimiento potencial y que difícilmente serán solucionados en el corto plazo. Por un lado, los mercados de trabajo y de vivienda siguen débiles, y por el otro, la falta de consenso político ha impedido plantear soluciones que permitan reducir, en el mediano plazo, la deuda como porcentaje del PIB, la cual es una de las más altas del mundo. Finalmente, cabe anotar que aquella economía sigue siendo vulnerable a posibles choques externos, como se evidenció con el desastre natural de Japón y a un debilitamiento pronunciado en la zona del euro, que podría afectar nuevamente su senda de crecimiento.

Por su parte, en Japón el crecimiento económico se aceleró en el tercer trimestre, apoyado en una fuerte recuperación de las exportaciones, que evidencia que la cadena de suministros se restableció en un alto porcentaje. Pese a ello, en los últimos meses del año las ventas externas y la producción industrial volvieron a debilitarse, situación que estaría asociada con el deterioro de la demanda externa. De hecho, anuncios recientes indican que la economía japonesa, por primera vez en 31 años, experimentó un déficit comercial anual en 2011, generado por el incremento de las importaciones de energía tras el desastre natural de marzo, y por la menor dinámica de las exportaciones. Al parecer, cada vez un mayor número de empresas se están trasladando al exterior, por lo que la capacidad productiva del país podría estar en descenso. Esto podría conducir a nuevos déficits comerciales hacia futuro.

1 La información del cuarto trimestre se publicó cuando se redactaba este informe, por lo que no se tuvo en cuenta al momento de construir los pronósticos de crecimiento. Sin embargo, como se verá, el crecimiento observado para 2011 es el mismo que se esperaba en el escenario central.

Gráfico 3
Crecimiento anual del PIB de China



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las economías emergentes, se ha observado una tendencia a la moderación en su crecimiento económico, que en parte se buscaba como resultado de las políticas contracíclicas implementadas desde la segunda mitad de 2010 para llevar a los países a una senda más sostenible. Sin embargo, en los últimos meses la desaceleración se ha acentuado en algunos países como consecuencia de la menor expansión de la demanda externa, por lo que se han empezado a implementar políticas monetarias menos restrictivas.

En China el crecimiento económico fue de 9,2% durante 2011, tasa inferior a la registrada en 2010, cuando creció 10,4% (Gráfico 3). Los indicadores de

actividad real muestran que la economía se está desacelerando lentamente como consecuencia de un menor dinamismo de las exportaciones y del mercado de vivienda. Este último ya completa varios meses con caídas en su nivel de precios. De acentuarse esta tendencia, las autoridades económicas podrían implementar políticas contracíclicas que eviten una disminución profunda en la tasa de crecimiento chino.

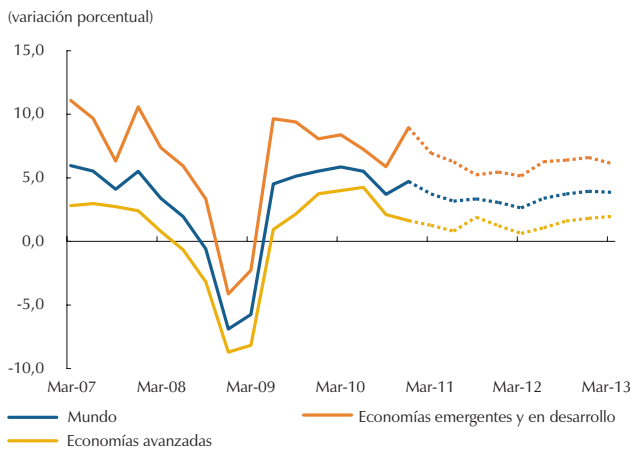
Para el resto de economías de Asia emergente también se evidencian signos de desaceleración, los cuales se acentuaron tras las inundaciones en Tailandia que afectaron la cadena de suministros de la región. Además la menor demanda por parte de Europa ha disminuido sus exportaciones. Hacia el futuro, para que estos países mantengan sus tasas de crecimiento de largo plazo, tendrán que apoyarse más en su demanda interna.

Por su parte, algunas economías de Latinoamérica han seguido moderando su crecimiento en los últimos meses, y en Brasil y Chile específicamente se han implementado políticas monetarias menos restrictivas con el fin de incentivar

el gasto interno. En Brasil dichas medidas parecen comenzar a tener algún efecto sobre la economía, en tanto la actividad real se aceleró en el mes de noviembre. Otros socios comerciales de Colombia, como Ecuador y Venezuela, presentaron mejores perspectivas, por cuanto sus economías están más vinculadas al precio del petróleo.

Así las cosas, las perspectivas de crecimiento económico para 2012 son menores que para 2011 y dependerán principalmente de lo que suceda en la zona del euro (Gráfico 4). No obstante, como lo señaló el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe más reciente sobre perspectivas económicas globales, existen otros riesgos no despreciables que podrían afectar el crecimiento mundial, como las tensiones geopolíticas

Gráfico 4
Crecimiento mundial y proyecciones

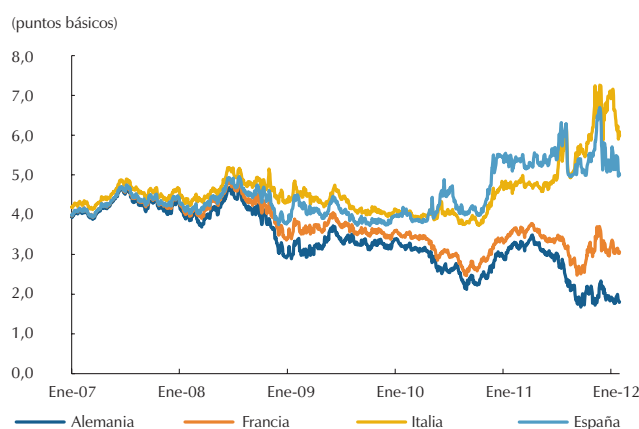


Fuente: FMI.

en Oriente Medio y el Norte de África, el manejo de la deuda pública en los Estados Unidos y Japón, y una fuerte desaceleración en las economías emergentes como consecuencia de problemas generados por el rápido crecimiento del crédito y de los precios de sus activos.

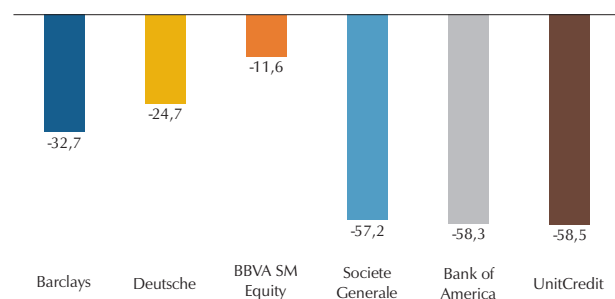
2. Mercados financieros

Gráfico 5
Tasas de interés de los bonos de deuda pública a 10 años para algunas economías europeas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6
Retorno del precio de las acciones de algunos bancos comerciales durante 2011 (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Durante el último trimestre de 2011 las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda pública europea se centraron en España e Italia, países cuyas primas de riesgo se incrementaron significativamente y alcanzaron niveles cercanos a los que llevaron a Grecia, Irlanda y Portugal a hacer uso del fondo de rescate europeo (Gráfico 5). Sin embargo, gracias a la intervención oportuna del Banco Central Europeo (BCE) y a las medidas anunciadas para controlar las finanzas públicas de la región, las primas de riesgo de estos países han disminuido desde los máximos alcanzados meses atrás.

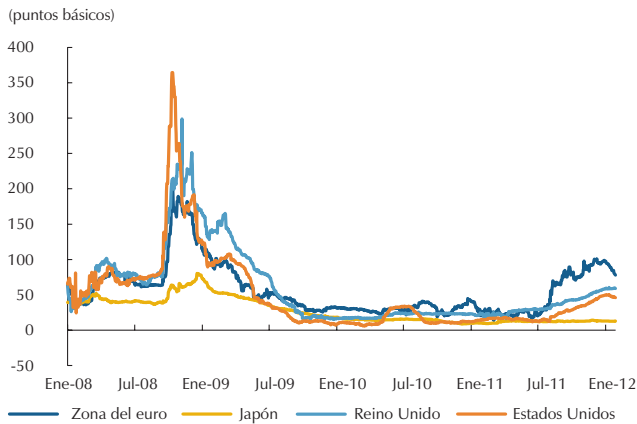
A pesar de la menor volatilidad de los mercados accionarios durante los últimos meses de 2011, los principales índices bursátiles tuvieron un retorno anual negativo. El sector bancario fue el más afectado con la turbulencia financiera: no solo en el caso de las entidades europeas, sino también en el de los bancos comerciales de los Estados Unidos (Gráfico 6).

A partir de la segunda mitad de 2011 los *spreads* interbancarios en Europa aumentaron y evidenciaron las dificultades que han tenido los bancos comerciales para financiar sus operaciones en el corto plazo, especialmente en dólares (Gráfico 7). Para evitar mayores problemas de liquidez en la zona del euro, en diciembre distintos bancos centrales decidieron realizar *swaps* de dólares, mientras que el BCE prestó masivamente dinero a la banca comercial. De hecho, el BCE

registró una expansión considerable en la hoja de su balance desde mediados de 2011, lo cual se acentuó en los últimos meses del año.

Aunque estas acciones aliviaron los problemas de liquidez de corto plazo de los bancos, no han logrado destrabar el crédito a un mayor plazo, el cual sigue restringido para un número importante de firmas y emisores soberanos. Esta mayor liquidez reciente ha enfrentado a los bancos a la disyuntiva de dónde invertir sus recursos: por un lado, los pueden asegurar depositándolos en el BCE y asumir una

Gráfico 7
Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios para algunas economías avanzadas (Libor vs. OIS^{a/})



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

pérdida por esto, y por el otro, pueden comprar bonos de deuda pública de los países de la periferia y correr el riesgo de una moratoria.

Esta situación ha conducido a un aumento de los depósitos en el BCE por parte de los intermediarios financieros, aunque también ha estimulado la compra de las nuevas colocaciones de deuda de España e Italia, países que en las últimas semanas han logrado términos de montos y tasas de interés más favorables para sus emisiones. Un indicador claro del nerviosismo de los inversionistas han sido las colocaciones de deuda pública alemana, la cual para plazos inferiores a un año ha pagado intereses negativos.

Por su parte, las medidas del BCE² también han ayudado a recuperar parcialmente la confianza de los mercados accionarios, los cuales se han valorizado durante las primeras semanas de 2012, apoyados en los resultados corporativos de fin de año en los Estados Unidos y en la leve recuperación del mercado laboral de dicho país.

Pese a lo anterior, los problemas de la banca europea no se han resuelto. Durante el primer semestre de 2012 las entidades financieras deberán cumplir con las nuevas necesidades de capital de alta calidad, exigidas por las autoridades europeas. Esta tarea no será fácil de acometer, a juzgar por los anuncios fallidos de emisiones accionarias de comienzos del año por parte de algunos intermediarios y por la decisión de vender algunas de sus operaciones más rentables en los mercados emergentes.

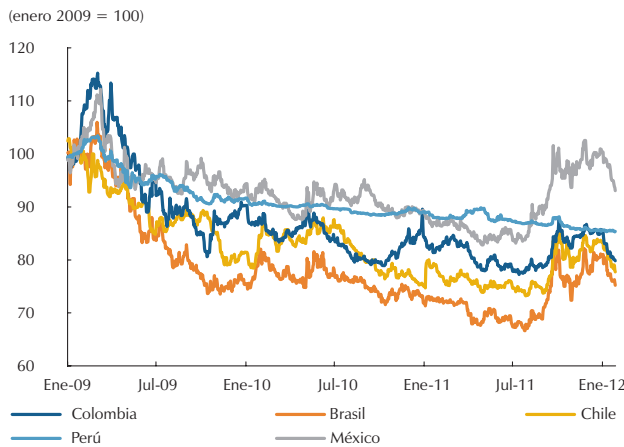
Cuando se redactaba este informe la calma relativa en los mercados se veía amenazada por las reducciones de la calificación de riesgo a varias economías europeas (entre estas Francia), y al Fondo de Estabilización Financiera de la zona del euro por parte de la agencia Standard and Poor's, al igual que por el congelamiento de las negociaciones entre las autoridades griegas y sus acreedores privados. Para el resto del año, las nuevas emisiones de deuda por parte de España e Italia serán un buen indicador de la confianza de los inversionistas, mientras que la dinámica de las exportaciones en los Estados Unidos y Asia determinará la forma como el menor crecimiento de la zona del euro estaría afectando a sus economías.

Finalmente, es importante resaltar que las primas de riesgo latinoamericanas se han mantenido estables en los últimos meses, mientras que las monedas de la región han tendido a fortalecerse frente al dólar estadounidense (Gráfico 8). Esto

Las medidas del Banco Central Europeo han mejorado la confianza de los mercados financieros y accionarios.

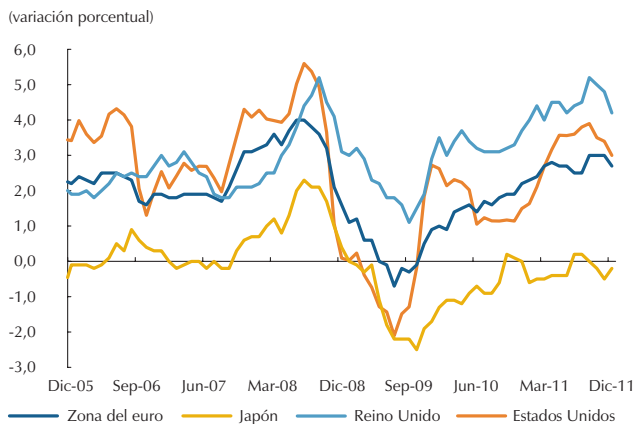
2 En su reunión del 8 de diciembre el BCE redujo la tasa de interés de intervención en 25 puntos básicos (pb), disminuyó la reserva requerida y anunció préstamos masivos a tres años para la banca comercial.

Gráfico 8
Índices de tasas de cambio en algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 9
Inflación en las economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

demuestra que hasta el momento la crisis europea ha tenido poco contagio en las economías de la región.

3. Inflación y política monetaria

En los últimos meses la inflación en las distintas regiones del mundo ha estado altamente influenciada por el grado de contagio de la crisis europea y por las menores presiones provenientes de los precios internacionales de los bienes básicos. Así, las principales economías desarrolladas y gran parte de las asiáticas, cuyos vínculos con Europa son mayores, han experimentado un menor incremento en sus niveles de precios. Por el contrario, en América Latina, salvo en Brasil y Colombia, la inflación ha presentado una tendencia alcista, que podría estar asociada con el mayor dinamismo de la demanda interna.

En particular, en los Estados Unidos, la zona del euro e Inglaterra la inflación total ha cedido y podría continuar con una tendencia decreciente en los próximos meses. Esta situación permite anticipar la prolongación, por varios trimestres más, de la actual política monetaria laxa que adelantan los bancos centrales de estos países (Gráfico 9).

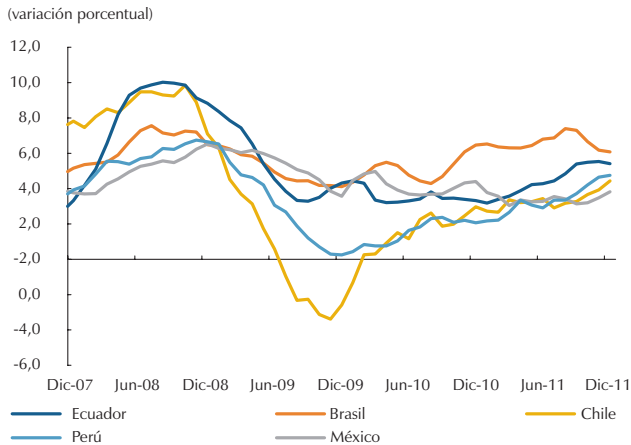
Al respecto es importante resaltar el reciente anuncio de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), según el cual a partir de enero se informaría al público los pronósticos sobre la senda de tasa de interés de intervención. Según los analistas, el objetivo de esta medida es disminuir y mantener en niveles bajos las

tasas de interés de largo plazo, entre estas las hipotecarias. En su reunión del 24 y 25 de enero la Fed redujo sus pronósticos de crecimiento para los Estados Unidos, e indicó que con las condiciones actuales la tasa de interés se mantendría en su nivel hasta finales de 2014; asimismo, anunció una meta de inflación de largo plazo alrededor de 2,0%. Con todo, los analistas no descartan una nueva ronda de relajación cuantitativa.

Por su parte, en su reunión de enero el BCE mantuvo su tasa de interés en 1%, después de haberla reducido en 25 pb en diciembre. De la misma manera, se espera que en febrero realice una nueva ronda de préstamos a los bancos comerciales, similar a la de diciembre, en la que colocó cerca de €489.000 millones.

Respecto a las economías de Asia emergente, aunque en mayores niveles, la inflación también ha comenzado a reducirse, especialmente en China e India, países

Gráfico 10
Inflación en algunas economías de América Latina



que habían comenzado 2011 con las tasas de inflación más altas de su región. La consolidación de estas nuevas tendencias debe reducir las presiones sobre la política monetaria, la cual podría ser utilizada como instrumento expansivo en los próximos meses, en especial si se ven afectados en mayor medida, por la situación de Europa.

En cambio, en Latinoamérica la inflación, aunque no se encuentra en niveles alarmantes, continuó subiendo en Perú, México y Chile, mientras que en Colombia y especialmente en Brasil se moderó (Gráfico 10). Entre los países de la región con inflación objetivo, Brasil, Colombia y México cumplieron con sus metas para 2011, mientras que Perú y Chile experimentaron una variación de precios por encima de lo esperado.

Pese a esto, en su reunión de enero el Banco Central de Chile decidió reducir la tasa de intervención en 25 pb, con el fin de brindar un mayor estímulo a la demanda interna; de manera similar, el banco central de Brasil redujo en 50 pb su tasa de interés de intervención en enero. En estos dos países han sido más importantes los riesgos de contagio de la crisis europea que las presiones alcistas internas. En el caso de Chile cabe señalar que su grado de apertura es de los mayores de la región, por lo que puede estar más expuesta a las fluctuaciones de la economía mundial.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

En este informe el equipo técnico mantuvo prácticamente inalterados sus pronósticos de crecimiento económico para el conjunto de socios comerciales de Colombia para 2012, en relación con lo proyectado hace tres meses. La principal modificación a la baja se dio en la zona del euro, y fue compensada por las mayores expectativas de crecimiento para Ecuador y Venezuela, economías con las que el país tiene un mayor vínculo comercial (Cuadro 1).

Así, el crecimiento estimado para la zona del euro pasó de 0,5% a -0,5%, con un rango entre -2% y 0,5%. Aunque se espera que las autoridades europeas logren contener la crisis de deuda, difícilmente evitarán que la región enfrente una recesión moderada durante el año, como consecuencia del menor dinamismo de la demanda interna. El piso de este rango sería consistente con un mayor detrimento de la actividad económica de la región, que podría comprometer en el corto plazo las metas fiscales de varios de sus países.

El pronóstico de crecimiento de la zona del euro se modificó a la baja, debido a un debilitamiento de la demanda interna.

Para el caso de los Estados Unidos el nuevo intervalo de pronóstico estaría entre 0% y 2%, con una proyección más probable en 1,5%, igual a la propuesta en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. El pronóstico central supone una ligera desaceleración con respecto a lo estimado para 2011 (1,7%), situación que estaría

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

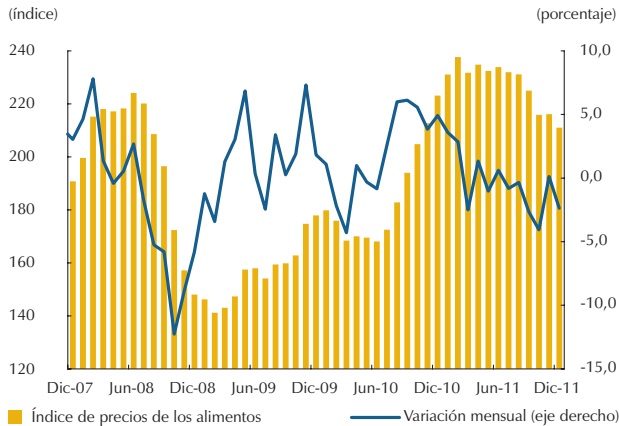
Fuentes: Consensus Forecast, FMI y Banco de la República.

asociada con el debilitamiento de la demanda externa y con la moderación en el gasto de los hogares.

En relación con las economías de América Latina, los pronósticos para Venezuela y Ecuador aumentaron frente a lo estimado hace tres meses. Para el primer país se espera que el gasto del gobierno, debido al año electoral, aumente significativamente y apoye el crecimiento económico; mientras que para la segunda economía la actividad real mantendría un alto dinamismo, aunque con un crecimiento menor que el de 2011, año en el que se habría expandido a una tasa de 8,5%. Cabe señalar que estas dos economías, al igual que la colombiana (como se señalará; véase capítulo IV), se verían beneficiadas por los precios del petróleo que, aunque en niveles inferiores a los de 2011, se mantendrían relativamente altos. En este sentido, enfrentarían un panorama más favorable que otros países de la región, cuyas exportaciones están concentradas en materias primas no energéticas.

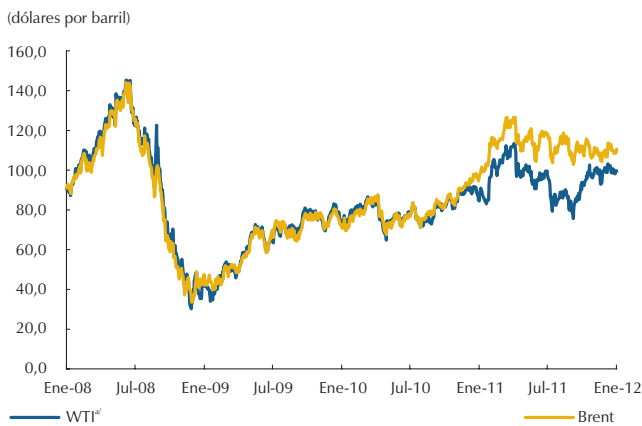
El comportamiento de la actividad global será altamente influenciado por lo que suceda con la crisis de la zona del euro, por lo que, si las autoridades económicas logran contenerla, es posible que el crecimiento mundial se acelere en la segunda mitad del año. Sin embargo, si las tensiones continúan y la región cae en una recesión más fuerte que la esperada, la actividad mundial se desaceleraría

Gráfico 11
Índice de precios de alimentos de la FAO



Fuente: FAO.

Gráfico 12
Precios internacionales del petróleo



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

marcadamente, generando un menor flujo comercial y un incremento en las tensiones financieras.

En cuanto a los precios de los bienes básicos, en los últimos meses se ha observado una moderación desde los niveles alcanzados a principios de 2011, como consecuencia del menor aumento de la demanda global, al igual que por la normalización climática en algunas regiones (Gráfico 11). Pese a ello, para el cierre de 2011, con excepción del café, los precios de los bienes básicos exportados por Colombia se ubicaron en el rango superior del intervalo de pronóstico fijado hace tres meses.

Para el caso específico del petróleo los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y el Norte de África han incrementado el precio para las distintas referencias durante las últimas semanas (Gráfico 12). A su vez, el posible cambio de sentido de uno de los oleoductos entre Oklahoma y el Golfo de México ha reducido el diferencial entre los precios Brent y WTI, incrementando considerablemente el precio de esta última referencia. Lo anterior podría estar favoreciendo las exportaciones de crudo de algunos países de América Latina.

Así las cosas, para 2012, salvo en el caso del precio del oro y el petróleo WTI, se esperan menores cotizaciones de los productos básicos respecto a lo observado en 2011, aunque mayores que las previstas en el informe de septiembre (Cuadro 2).

Cuadro 2
Pronósticos para los bienes básicos exportados por Colombia

Principales productos	2011	Proyecciones para 2012		
		Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado
Café (ex dock) (dólares por libra)	2,87	2,25	2,68	2,78
Petróleo WTI (dólares por barril)	95,0	85,0	99,0	106,0
Petróleo Brent (dólares por barril)	111,5	94,0	108,0	115,0
Carbón (dólares por tonelada)	105,3	96,8	99,9	105,6
Ferróníquel (dólares por libra)	3,28	2,66	2,79	3,03
Oro (dólares por onza troy)	1.573,0	1.699,0	1.637,0	1.573,0

Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

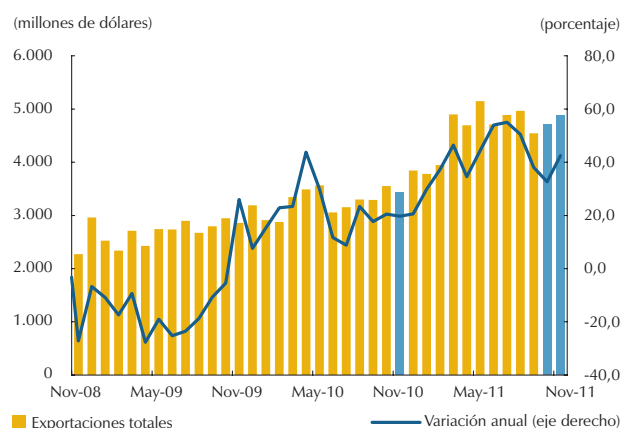
El incremento del déficit de cuenta corriente en 2011 se ha financiado con mayores montos de inversión extranjera directa y de cartera.

B. BALANZA DE PAGOS EN COLOMBIA

Al tercer trimestre del año 2011 la balanza de pagos en Colombia registró un déficit en cuenta corriente de US\$6.828 millones (m) (2,7% del PIB acumulado a septiembre), superior a lo observado para el mismo período de 2010 (US\$6.061 m). Este aumento se originó en unos egresos corrientes (US\$14.739 m) mayores que los ingresos corrientes (US\$13.971 m). Los primeros se explican por el incremento anual del 39,2% en la remisión de utilidades de las empresas con inversión extranjera en el país (principalmente de aquellas relacionadas con los sectores minero-energético, manufacturero y financiero) y por el crecimiento de 34,9% anual de las importaciones de bienes y servicios (en particular de bienes intermedios y de capital). Por su parte, los mayores ingresos se debieron al aumento de 39,7% anual en las exportaciones de bienes y servicios, así como al incremento de 14,3% de los ingresos netos recibidos por transferencias corrientes (principalmente por las remesas de trabajadores, que crecieron 6,3% anual).

Dicho déficit se financió, en especial, con recursos de inversión extranjera directa (IED) por US\$10.821 m, con ingresos de inversión extranjera de portafolio por US\$5.819 m y con créditos externos por US\$3.095 m. Cabe mencionar que dichos ingresos se vieron parcialmente compensados por salidas de capital colombiano para constituir activos en el exterior por US\$9.094 m. Lo anterior se reflejó en un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$10.640 m (4,2% del PIB), superior al alcanzado en el mismo período de 2010 (US\$7.753 m). Finalmente, durante el lapso mencionado la acumulación de reservas internacionales brutas fue de US\$3.868 m.

Gráfico 13
Exportaciones totales
(mensual)

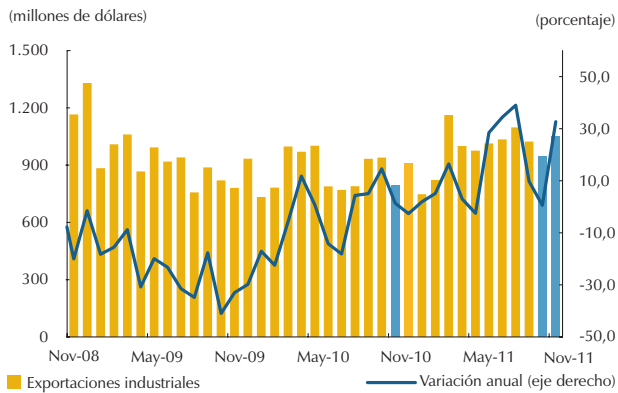


Fuente: DANE.

La información disponible de comercio exterior, de remesas y de la balanza cambiaria señala que tal comportamiento se habría extendido al cuarto trimestre del año. En efecto, a pesar de la incertidumbre internacional y de la volatilidad de los mercados, las exportaciones e importaciones colombianas continuaron con un alto dinamismo. Durante octubre y noviembre de 2011 las ventas externas totales en dólares aumentaron 37,4% respecto al mismo período del año anterior, sumando en promedio US\$4.798 m (Gráfico 13). Por su parte, las importaciones FOB en dólares alcanzaron niveles históricamente altos (en promedio US\$4.711 m para el bimestre en mención) y crecieron a una tasa anual de 34,8%³.

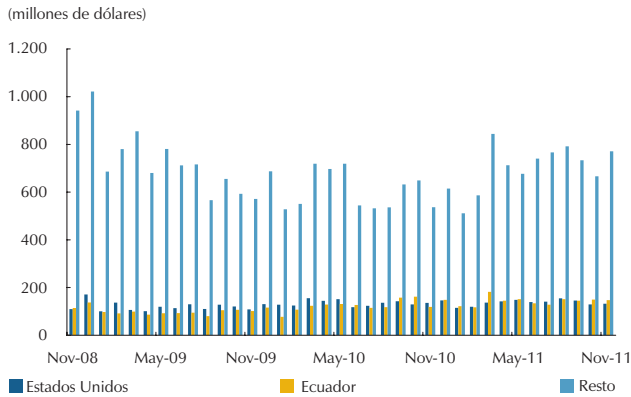
3 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF, las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio de estas últimas fue de US\$4.951 m durante octubre y noviembre de 2011, con un aumento de 33,3% anual.

Gráfico 14
Exportaciones industriales sin productos básicos^{a/}
(mensual)



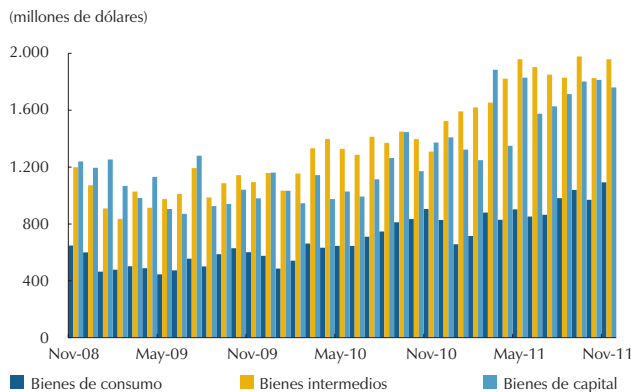
a/ No considera café, derivados del petróleo, ferróniquel ni oro.
Fuente: DANE.

Gráfico 15
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los
Estados Unidos, Ecuador y resto^{a/}



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

Gráfico 16
Importaciones de bienes (FOB)



Fuente: DANE.

Entre octubre y noviembre las ventas externas de los productos básicos de origen minero (carbón, ferróniquel, oro, petróleo y sus derivados) representaron el 71% del valor total exportado y aumentaron 49,8% anual. La fuerte expansión de estas ventas obedeció tanto a un aumento de las cantidades exportadas como a mayores precios respecto al mismo período de 2010. Por su parte, las exportaciones del sector industrial aumentaron 23,1% y las de los principales productos básicos de origen agrícola (café, banano y flores) lo hicieron en 2,1% anual.

Al descontar de las exportaciones del sector industrial los productos básicos como café, derivados del petróleo, ferróniquel y oro, se observa un incremento de 17% en el valor promedio exportado durante los meses de octubre y noviembre, frente a lo observado en los mismos meses del año anterior (Gráfico 14). Este aumento es similar al observado en promedio durante los tres trimestres anteriores (16% anual), lo que sugiere que hacia finales del año el deterioro del crecimiento mundial aún no tenía efectos importantes en el sector exportador colombiano. Por destinos, estas ventas aumentaron 6,9% a Ecuador y 21,6% al resto de países, mientras que a los Estados Unidos descendieron 1,1% en términos anuales. Cabe resaltar que durante estos meses las ventas a Venezuela registraron un crecimiento de 72,2%⁴ (Gráfico 15). Véase resaltado en la página siguiente.

Por su parte, el buen desempeño de la economía colombiana durante el cuarto trimestre del año se reflejó en unas altas tasas de las importaciones FOB en dólares. Durante el bimestre octubre-noviembre dicho comportamiento se debió a las mayores compras de bienes intermedios (en especial de los dirigidos para la industria), las cuales crecieron 15,7%, de bienes de capital para la industria, que aumentaron 20,4%, de equipo de transporte (83,1% anual) y de bienes de consumo duradero (11,6% anual) (Gráfico 16).

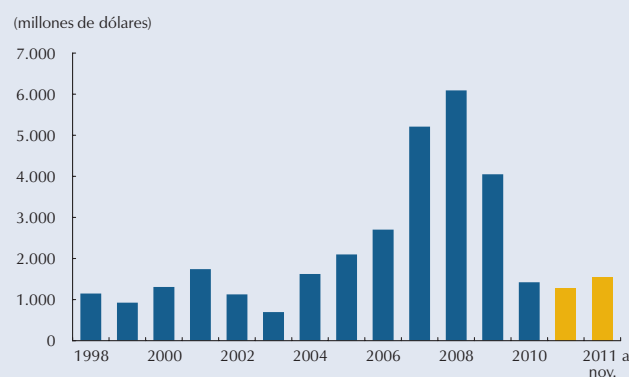
4 Cuando se excluyen los productos básicos de las exportaciones industriales y no se consideran las ventas externas a Venezuela, Ecuador ni los Estados Unidos, el agregado resultante exhibe un crecimiento de 17,5% en el bimestre octubre-noviembre.

COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES A VENEZUELA

La dinámica de las ventas a Venezuela se modificó notablemente a partir del año 2008. Antes de esta fecha, y en particular entre 2006 y 2008, esta se caracterizó por aumentos importantes de las exportaciones industriales. En estos años el incremento del precio del petróleo y un fuerte desabastecimiento interno en Venezuela se tradujo en un crecimiento importante de su demanda externa. Esto se reflejó en un aumento de las exportaciones con destino a Venezuela de 93% en 2007 y de 16% en 2008, lo que ubicó a dicho país como nuestro segundo socio comercial, con una participación porcentual en las ventas externas colombianas de 30% para finales de 2008.

Después de 2008 (entre 2009 y 2011) las ventas a este destino se contrajeron fuertemente. Esto se dio tanto por un encarecimiento de las compras externas realizadas por Venezuela¹, como por la imposición de fuertes barreras comerciales de tipo fitosanitario o administrativo por parte de este país. En este período la participación promedio de las ventas a tal destino en las exportaciones totales cayó a 3% y su valor mensual promedio en dólares disminuyó a US\$337 m en 2009 y luego a US\$129 m para los dos años siguientes (Gráfico A).

Gráfico A
Exportaciones a Venezuela
(millones de dólares FOB)



Fuente: DANE.

1 Dicho encarecimiento se generó por problemas de liquidez en moneda extranjera en el país vecino, por causa de la disminución del precio del petróleo en 2009.

A pesar del fuerte retroceso desde 2009, en los últimos meses de 2011 se han visto señales de reactivación del comercio binacional. Con cifras a noviembre de 2011, las ventas a este destino crecieron 21% con respecto al mismo período del año anterior.

Por grupos de productos, a partir de 2008 se observaron disminuciones generalizadas en las ventas: en el caso de los alimentos y bebidas, su valor exportado fue de US\$1.150 m, cayó a US\$821 m en 2009 y finalmente se ubicó en US\$152 m en 2011 (a noviembre), mostrando una recuperación leve en su valor exportado, con una variación de 8% con respecto al monto registrado en los primeros once meses del año 2010.

Otros grupos, como el de confecciones y textiles, tuvieron la misma tendencia decreciente, la cual se ha seguido manteniendo hasta lo observado de 2011.

Por su parte, los productos químicos registraron ventas por US\$627 m en 2008, valor que se contrajo en 2009 a US\$529 m y a US\$222 m en 2010. Pese a lo anterior, cabe destacar que este último grupo mostró la mayor recuperación en lo corrido de 2011, con un aumento de 47% con respecto a un año atrás y reportando ventas por US\$305 m.

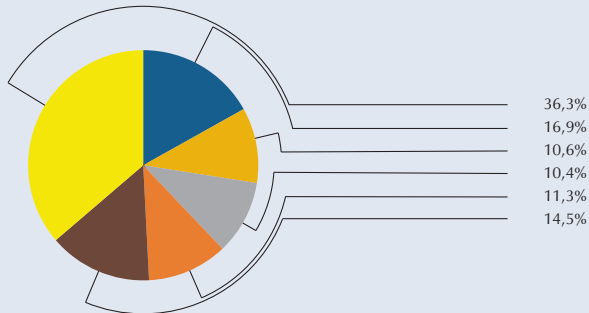
En los últimos tres años la composición de las ventas a Venezuela ha cambiado con respecto a lo observado antes de 2009. En la actualidad los principales productos de exportación son los alimentos y bebidas, seguidos por los productos químicos, de papel y cartón, los textiles y las confecciones. De esta forma, se aprecia que con respecto a los años de altas exportaciones, las ventas de automóviles disminuyeron en su totalidad y los productos químicos ganaron importancia (Gráfico B).

Dentro del grupo de alimentos y bebidas la carne y el pescado fueron los productos con mayor nivel de ventas durante el auge exportador. Sin embargo, desde 2010 sus despachos cayeron en su totalidad y las ventas del rubro de "otros productos alimenticios" ganaron mayor importancia (demanda que se compone en un 60% por bombones, caramelos, pastillas y chocolates).

Finalmente, cabe resaltar que en lo corrido del año los productos químicos se han convertido en el principal renglón de exportación a Venezuela y en la fuente de crecimiento más importante de estas ventas. De estos, los principales productos son los medicamentos, fungicidas y químicos para elaboración de plásticos (propileno y polipropileno).

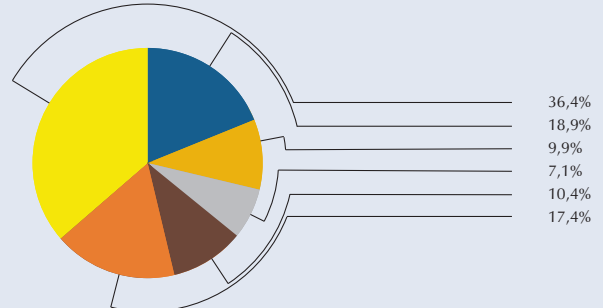
Gráfico B
Composición porcentual de las exportaciones industriales a Venezuela

1. 2006 a 2008



■ Alimentos y bebidas
■ Confecciones
■ Vehículos automotores y otros tipos de transporte
■ Productos textiles
■ Productos químicos
■ Otros

2. 2009 a 2011



■ Alimentos y bebidas
■ Confecciones
■ Artes gráficas y editorial, papel, cartón y sus productos
■ Productos textiles
■ Productos químicos
■ Otros

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En 2011 se observó un aumento en la afluencia de capital privado frente al año anterior.

En cuanto a los ingresos por remesas de los trabajadores colombianos en el exterior, en lo corrido del año al mes de noviembre estas registraron un crecimiento anual de 5,1%. Asimismo, la balanza cambiaria⁵ al mes de diciembre de 2011 muestra una gran afluencia de capital privado (principalmente por IED) respecto a lo observado un año atrás, pese al aumento de la percepción de riesgo global. Esta entrada de capital extranjero a la economía estuvo compensada con las salidas de capital por concepto de liquidación de activos externos y por la mayor inversión directa de colombianos en el exterior.

La proyección de balanza de pagos para 2011 y 2012 tiene en cuenta tanto lo descrito como los intervalos de pronóstico de las diferentes variables externas (presentados al comienzo de esta sección), junto con los pronósticos de crecimiento interno (comentados en los siguientes capítulos). Para 2011 el ejercicio de pronóstico reporta un déficit en cuenta corriente que se podría ubicar entre 2,9% y 3,0% del PIB. Con unas importaciones en dólares que podrían crecer alrededor de 35% anual y unas exportaciones que lo harían cerca de 40%. Esta proyección tiene en cuenta mayores ingresos por transferencias corrientes⁶, una IED bruta mayor a la

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

6 El principal componente de las transferencias corrientes son las remesas de trabajadores, y su comportamiento para 2011 dependerá del desempeño de las economías desde donde dichos recursos provienen (los Estados Unidos, Venezuela y España).

Para 2012 se prevé una expansión de las exportaciones de Colombia, aunque menor que la proyectada en 2011.

observada el año anterior y un endeudamiento externo neto del sector público (sin Ecopetrol) alrededor de US\$4.100 m⁷.

Para el año 2012 se proyecta un crecimiento de las exportaciones y de las importaciones inferior al estimado para 2011, dada la menor dinámica esperada durante este año, tanto para las economías de los socios comerciales del país como para la local. De la misma manera, las menores cotizaciones previstas para los principales productos de exportación implican un menor crecimiento de dichas ventas respecto a lo observado el año anterior. De esta forma, para 2012 se espera una ampliación del déficit en cuenta corriente entre 3,0% y 3,7% del PIB, el cual seguiría siendo financiado principalmente por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

⁷ De acuerdo con la revisión del *Plan Financiero, 2011-2012*, del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Recuadro 1

EL TRATADO DE LIBRE COMERCIO DE COLOMBIA CON LOS ESTADOS UNIDOS

Rocío Betancourt García*

En la última década Colombia ha ampliado su entorno económico internacional mediante la firma de varios acuerdos de libre comercio con el fin de lograr una integración comercial no solo con los países vecinos sino con otros más lejanos. La entrada en marcha de este tipo de tratados no solamente permite el acceso de los productos colombianos a los mercados existentes en condiciones más competitivas sino que también favorece la inclusión de nuevos mercados dentro del espectro actual.

En la actualidad Colombia cuenta con tratados de libre comercio (TLC) con Chile (el cual entró en vigor el 8 de mayo de 2009), México (cuyos trabajos de adecuación e inclusión de nuevos productos culminó en agosto de 2009), El Salvador, Guatemala y Honduras (el denominado Triángulo Norte de Centroamérica), y con Canadá (que está vigente desde el 15 de agosto de 2011). El TLC con Suiza entró en vigor el 23 de mayo de 2011 y es no solo el primer acuerdo firmado con un país europeo, sino también la puerta de entrada a un mercado importante para nuestro país. Este proceso de integración se fortalecerá aún más con otros acuerdos que se están negociando, como son el de Corea del Sur, que permitirá tener acceso a los mercados de Asia del Pacífico, y el de Turquía, el cual sería el primero firmado con los denominados países Civets (Colombia, Indonesia, Vietnam, Egipto, Turquía y Sudáfrica).

Así mismo, se espera que el TLC firmado con los Estados Unidos entre en vigencia el segundo semestre de 2012, lo que permitirá que los productos colombianos entren a ese mercado con condiciones preferenciales permanentes, igualando las ventajas que tienen Chile, México, Perú y los países centroamericanos, quienes ya tienen acuerdos con esta economía.

El 12 de octubre de 2011 el Congreso de los Estados Unidos aprobó el tratado con Colombia y fue sancionado por el Presidente Obama a finales del mismo mes. A partir de esa fecha se inició la fase de implementación del acuerdo, la cual se enfoca principalmente en asuntos técnicos y en llevar a cabo los ajustes normativos necesarios para garantizar el cumplimiento de los compromisos asumidos en el acuerdo. Así mismo, para que entre en vigencia, el Gobierno de los Estados Unidos verificará si se han cumplido a cabalidad to-

dos los puntos establecidos en el llamado “Plan de Acción”, el cual implica una serie de ajustes en la normatividad laboral colombiana. Una vez la etapa de implementación haya finalizado, la cual puede tardar entre seis meses y un año, se hará el intercambio de los instrumentos de ratificación entre los dos gobiernos, y sesenta días después el tratado entrará en vigencia.

Mientras que el TLC con los Estados Unidos entre en vigor, los beneficios del actual tratado¹ se mantienen, los cuales fueron extendidos hasta julio de 2013². Una vez el TLC esté en marcha las preferencias arancelarias serán permanentes, de tal forma que las exenciones de arancel no dependerán de decisiones unilaterales del Gobierno y el Congreso de los Estados Unidos, como lo es con el acuerdo actual. De esta manera, los sectores de flores, confecciones, tabaco, cacao, plásticos y manufacturas de cuero se seguirán beneficiando al no pagar ningún tipo de arancel, pero ahora será de forma permanente.

Las ventajas para los productos colombianos van más allá de las preferencias del Atpdea, pues el TLC incluye nuevos sectores y más productos, lo que puede generar nuevas líneas de exportación. De esta forma, con el nuevo tratado se cubre todo el ámbito de los textiles y las confecciones; el sector de calzado y artículos de cuero amplió las preferencias comerciales que tenía con el acuerdo anterior, y las grasas y los aceites colombianos (muchos de los cuales son hechos a base de palma) lograron no solo la reducción del arancel sino la inclusión a un mercado potencial cuyas preferencias favorecen el consumo de este tipo de productos. El tratado permitirá, entonces, el acceso preferencial al mercado estadounidense de casi la totalidad (99,9%) de la oferta exportable industrial colombiana, pues de acuerdo con algunos estudios³ existen cerca de quinientos productos con potencial exportador a dicho mercado.

* Jefe de la Sección de Programación Macroeconómica del Departamento Programación Macroeconómica e Inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos. Las opiniones expresadas son de responsabilidad exclusiva de la autora y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Andean Trade Promotion and Drug Eradication Act (Atpdea, por su sigla en inglés) o ley de promoción comercial Andina y de erradicación de drogas es un acuerdo temporal y de una sola vía por parte de los Estados Unidos, con el cual se permite el acceso libre de aranceles a cerca de seis mil productos colombianos al mercado de dicho país.

2 Con la aprobación del TLC por parte del Congreso de los Estados Unidos se incluyó no solo la extensión del Atpdea hasta que el nuevo tratado entre en vigencia sino también la retroactividad de los aranceles de entrada que pagaron los exportadores colombianos desde el 12 de febrero de 2011, cuando expiraron las preferencias del Atpdea.

3 Véase “El ABC del Tratado de Libre Comercio suscrito entre Colombia y los Estados Unidos”, Ministerio de Comercio Exterior, 12 de diciembre de 2011.

Dentro de los beneficios que este TLC le traerá a la industria colombiana está el acceso a materias primas y bienes de capital importados a un menor costo, así como la posibilidad de realizar actualizaciones tecnológicas más baratas, lo que permitirá no solo reducir los costos de producción sino también aumentar la productividad del sector. De acuerdo con el texto del tratado⁴, el 81,8% de los productos industriales de los Estados Unidos tendrá acceso inmediato (una vez este entre en vigencia, lo cual se espera que sea para finales del año 2012) al mercado colombiano, de los cuales el 92,5% corresponde a materias primas y bienes de capital que no se producen en el país.

Sin embargo, la desgravación no se hará simultáneamente para todos los productos industriales negociados. El 80,5% de las importaciones de bienes de capital y el 100% de las materias primas para la agricultura se desgravarán inmediatamente una vez el tratado entre en vigor. Lo mismo aplicará para el 87% de los bienes de capital y de las materias primas para la industria. Por su parte, productos como el papel, las tintas, los productos de hierro y acero, el vidrio y las partes de vehículos, entre otros, se desgravarán en un plazo de cinco años contados a partir del momento cuando el tratado entre en vigencia y los productos de la cadena petroquímica y el plástico lo harán en siete años.

En cuanto al sector agrícola, el tratado busca abrir grandes oportunidades de exportación, especialmente para aquellos productos en los que Colombia tiene potencial, como frutas, hortalizas, lácteos, productos cárnicos y tabaco, entre otros. Así mismo, se mejoraron las condiciones de acceso para las flores, el azúcar y sus derivados, el aceite de palma (y sus derivados), el café y el algodón, entre otros. Adicionalmente, para aquellos productos agrícolas que son sensibles a la competencia se estableció esquemas de protección como aranceles base, salvaguardias automáticas, desgravaciones graduales y plazos de gracia, entre otros. Así, por ejemplo, para el arroz se negoció un plazo de diecinueve años para desgravar el arancel existente del 80% (con seis años de gracia, contados desde la entrada en vigencia del tratado, durante los cuales no se reducirá dicho arancel), los aranceles para las diferentes variedades del café (los cuales van desde 10% hasta 20%) se eliminarán en un plazo de cinco años, mientras que para los diferentes productos de azúcar

de caña este proceso se hará en un período de quince años⁵. Por su parte, para productos como el maíz, del cual Colombia importa gran parte de su consumo, el efecto del TLC será un desplazamiento de proveedores de importación en favor de los Estados Unidos.

Sin embargo, para que se produzca un acceso real de los productos agrícolas e industriales de Colombia a los Estados Unidos, estos deberán cumplir con todos los requisitos técnicos, sanitarios y fitosanitarios exigidos por las respectivas autoridades. Con este fin no solo se estableció un Comité permanente para tratar estos asuntos, sino que se logró el compromiso de que las solicitudes de los colombianos se tramiten oportunamente por las agencias estadounidenses y que la información, las evaluaciones y la evidencia científica proporcionadas por los organismos colombianos sean utilizadas por dichas agencias para agilizar la admisión de los productos colombianos a dicho mercado.

Así mismo, se lograron beneficios para el sector de servicios mediante el acceso preferencial y sin barreras al mercado de los Estados Unidos, y para los servicios financieros se amplió la competencia mediante el establecimiento de sucursales de bancos y compañías de seguros con capital extranjero. Sin embargo, en materia financiera el Gobierno conserva su discrecionalidad para controlar los flujos de capital con fines de estabilización macroeconómica.

Finalmente, según cálculos del Departamento Nacional de Planeación (DNP) entre los beneficios que traería el tratado se encuentran: un aumento permanente del crecimiento de la economía colombiana entre 0,5% y 1,0%, un incremento de 35% en el comercio bilateral entre Colombia y los Estados Unidos y un aumento de 2,0% del PIB en la tasa de inversión de Colombia. Así mismo, se espera que en cinco años se generen 500.000 empleos lo que bajaría la tasa de desempleo en cerca de 1,0% durante este período.

4 Véase "Tratado de libre comercio: Colombia-Estados Unidos", Ministerio de Comercio Exterior.

5 La eliminación arancelaria se hará de acuerdo con las categorías de desgravación establecidas en el tratado, a saber: categoría A eliminación completa en el momento en que entre en vigencia el acuerdo, categoría B eliminación total en cinco etapas anuales iguales, categoría C desgravación en diez años, categoría D eliminación arancelaria en quince años, categoría T eliminación en once etapas anuales, categoría E los productos de esta categoría mantendrán su tasa base de arancel hasta el año diez y luego se desgravarán en siete etapas anuales iguales, y los productos de la categoría F, que continuarán recibiendo un tratamiento libre de arancel.

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

En el tercer trimestre la economía creció a una tasa anual de 7,7%, por encima de lo previsto en informes anteriores.

La demanda interna registró una expansión importante al tercer trimestre, apoyada en bajas tasas de interés y alta disponibilidad de crédito.

Hacia finales de año la confianza de consumidores e inversionistas no parecía haber sido afectada por la crisis en Europa.

La economía colombiana habría continuado expandiéndose fuertemente en el cuarto trimestre, aunque a un ritmo menor que el del tercero.

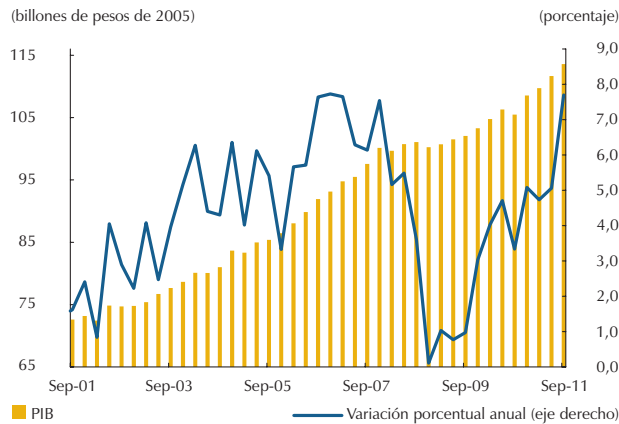
A. EL PIB EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2011

El dato sobre el crecimiento del PIB colombiano en el tercer trimestre de 2011 sorprendió a los analistas y al mercado en general. El DANE señaló que entre julio y septiembre de 2011 la economía colombiana se expandió a una tasa anual de 7,7%, por encima de lo proyectado, incluso por los analistas más optimistas, así como de lo previsto por el intervalo de pronóstico del *Informe sobre Inflación* de septiembre (entre 5,9% y 7,2%). Esta cifra solo es comparable con la que se registró en el cuarto trimestre de 2006, cuando la economía se encontraba en pleno auge, y junto con aquella representa la máxima tasa registrada desde 1979 (Gráfico 17). Cabe aclarar que, si bien a este resultado contribuyó una baja base de comparación (en el tercer trimestre de 2010 el nivel del PIB fue relativamente bajo), de todas formas el crecimiento trimestral registrado (1,7%) también puede considerarse alto, pues casi duplicó su promedio desde 2000.

La tasa de crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2011 es uno de los registros más altos desde 1979.

A pesar de la discrepancia entre los datos observados frente a los esperados en el informe anterior, las tendencias generales estuvieron en línea con lo proyectado. Así las cosas, la demanda interna se consolidó como el principal impulsor del

Gráfico 17
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE.

crecimiento, aunque la contribución de las exportaciones también fue importante (Cuadro 3).

Dentro de la demanda interna la mayor contribución al crecimiento del PIB la hizo la inversión en capital fijo. Este agregado mostró la mayor tasa de expansión anual en cuatro años, impulsado por la inversión en diferentes sectores, incluyendo la construcción. En este aspecto la mejor noticia provino de la inversión en edificaciones: en el tercer trimestre de 2011 este tipo de gasto creció 15,2%, representando un aumento importante en su nivel y también la mayor tasa registrada desde cuando comenzaron a sentirse los efectos de la crisis internacional reciente. Esta cifra contrasta con el crecimiento negativo promedio que presentó el

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2010 Año completo	2011 I trim.	2011 II trim.	2011 III trim.	Contribución al crecimiento anual del III trim. de 2011
Consumo total	5,0	5,1	5,7	6,4	5,3
Consumo de hogares	5,0	6,3	6,6	7,3	4,8
Bienes no durables	2,2	2,7	5,7	4,7	1,0
Bienes semidurables	16,4	20,5	16,2	19,1	1,2
Bienes durables	28,9	32,1	27,3	20,2	2,0
Servicios	3,3	4,4	4,1	5,7	0,7
Consumo final del Gobierno	4,6	0,4	2,2	3,2	0,5
Formación bruta de capital	11,1	16,4	20,9	18,7	4,9
Formación bruta de capital fijo	8,3	11,2	14,7	20,1	5,0
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	1,2	2,4	4,1	3,6	0,0
Maquinaria y equipo	18,3	23,1	25,5	17,4	1,4
Equipo de transporte	25,6	57,4	52,3	32,0	1,1
Construcción y edificaciones	(3,7)	0,1	5,5	15,2	0,9
Obras civiles	9,7	(2,6)	1,9	20,9	1,4
Servicios	4,4	6,4	18,9	3,7	0,0
Variación de existencias					(0,1)
Demanda interna	6,4	7,7	9,3	9,4	10,2
Exportaciones totales	2,1	10,5	8,1	10,5	1,7
Importaciones totales	13,4	22,8	24,9	18,8	(4,7)
PIB	4,3	4,7	5,1	7,7	7,7

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El consumo continuó ganando dinamismo durante el tercer trimestre.

sector desde principios de 2009 y hasta el segundo trimestre de 2011 (-2,4%). La construcción de obras civiles también reportó una dinámica anual importante, de la mano de las obras en el sector minero, de generación de energía eléctrica y, en menor medida, las de construcción de carreteras. El comportamiento de la inversión total se completó con una acumulación de inventarios que solo llegó a ser la mitad de la observada en el segundo trimestre y que, por tanto, le restó algo de dinamismo a la formación bruta de capital.

Por su parte, el consumo de los hogares continuó ganando dinamismo durante el tercer trimestre, como ha venido sucediendo en los últimos dos años. Su crecimiento anual fue superior al 7%, algo que no se observaba desde 2007. Dentro de sus componentes vale la pena mencionar las fuertes expansiones que registraron las compras de bienes durables y semidurables; sin embargo, cuando se hace un examen trimestral se observa una desaceleración que podría apuntar a un menor ritmo de crecimiento anual hacia futuro. Por su parte, el consumo de bienes no durables mostró una disminución tanto de su tasa de crecimiento como de su nivel, aunque ambos se ubicaron, de todas formas, por encima de lo observado en el primer semestre.

El desempeño del consumo del Gobierno, aunque menor que el de los otros componentes de la demanda, continuó mejorando. Su crecimiento estuvo en línea con lo proyectado para este agregado en el *Informe sobre Inflación* anterior y permite prever una aceleración adicional para lo que resta del año, gracias a que el ritmo de ejecución del gasto por parte del Gobierno central aumentó en este período.

Con respecto a la demanda externa, las exportaciones continuaron mostrando un buen dinamismo, exhibiendo pocos signos de contagio de la situación económica internacional. Su desempeño se explicó por la evolución de las ventas de productos manufacturados, pero sobre todo por las de materias primas, y en particular por las de petróleo. Las importaciones, por su parte, mantuvieron un ritmo de expansión importante, que se explica por el buen comportamiento de la demanda interna.

Por el lado de la oferta, los sectores con mayores crecimientos en el tercer trimestre de 2011 fueron la minería y la construcción, tal como se anticipó en el informe anterior (Cuadro 4). En el caso de la minería, su buena dinámica respondió a un importante aumento de la producción de carbón en dicho período y a la permanente expansión de la producción petrolera. Por su parte, los servicios financieros, a pesar de crecer a un menor ritmo anual que la economía en conjunto, contribuyeron también de manera importante, dada su ponderación en el total. Cabe resaltar que ninguna rama de actividad económica registró caídas anuales.

Los sectores más dinámicos fueron la minería y la construcción.

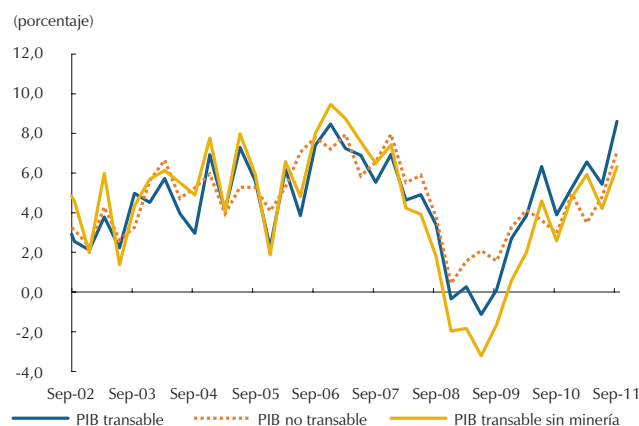
Así las cosas, tal como ocurre desde inicios de 2010, durante el tercer trimestre de 2011 el PIB de los sectores transables tuvo un mayor crecimiento anual que el de los no transables (Gráfico 18). Este hecho, sin embargo, se explica principalmente por los altos registros del PIB minero. Sin tener en cuenta dicho sector, el resto del PIB

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

	2010 Año completo	Crecimiento anual			Contribución al crecimiento anual del III trím. de 2011
		I trim.	II trim.	III trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(0,4)	8,3	1,6	3,8	0,2
Explotación de minas y canteras	11,1	9,1	10,4	18,4	1,3
Industria manufacturera	4,5	4,7	2,4	5,2	0,7
Electricidad, gas y agua	2,2	(0,9)	1,5	2,9	0,1
Construcción	1,7	(2,1)	(3,4)	18,1	1,1
Edificaciones	(3,3)	0,2	5,0	14,0	0,4
Obras civiles	5,4	(4,1)	(9,3)	20,9	0,7
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	6,0	6,2	7,1	6,4	0,8
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,7	5,8	7,3	8,5	0,6
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	3,1	4,5	5,9	6,6	1,3
Servicios sociales, comunales y personales	3,8	1,3	2,9	3,8	0,6
Subtotal valor agregado	4,1	4,0	4,3	7,5	6,8
Impuestos menos subsidios	6,3	13,1	13,9	10,3	0,9
PIB	4,3	4,7	5,1	7,7	7,7

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

transable creció a una tasa levemente menor que la del no transable, que, no obstante, es alta y superior a la de su promedio de la última década (Gráfico 18).

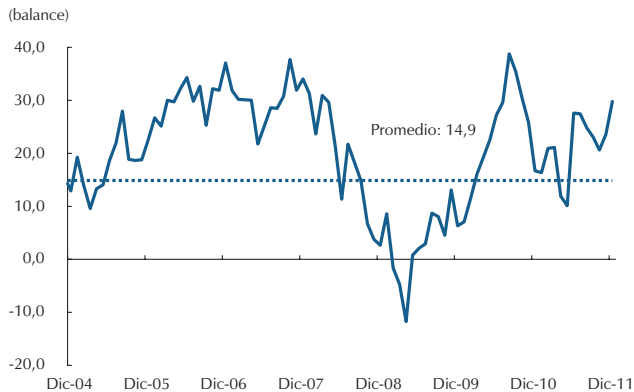
B. PRONÓSTICO DE CORTO PLAZO DEL PIB

La información más reciente sugiere que en el cuarto trimestre la economía colombiana habría continuado mostrando un buen dinamismo. Si bien se espera una desaceleración respecto al tercer trimestre, la expansión de la economía habría sido superior a la observada en la primera mitad del año. De esta forma, la turbulencia internacional, producto de los problemas de deuda en Europa, junto con el moderado crecimiento que vienen

registrando los Estados Unidos y la desaceleración en algunas economías emergentes, no habrían impactado aún de manera significativa la economía nacional.

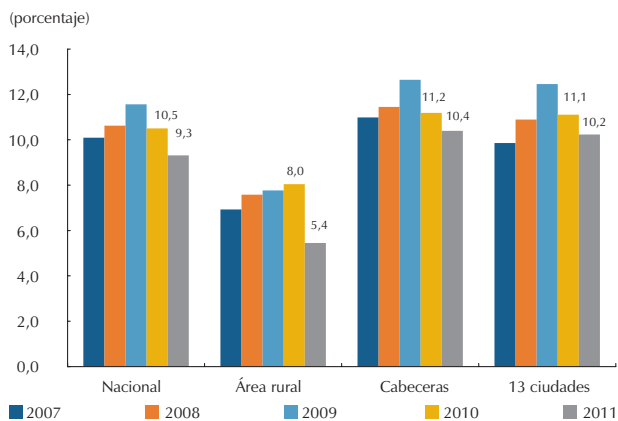
Los diferentes indicadores permiten prever una leve disminución del crecimiento de la demanda interna al finalizar el año con respecto a lo observado en los tres primeros trimestres. En particular, se espera cierta desaceleración de la inversión en capital fijo y, en menor medida, del consumo de los hogares.

Gráfico 19
Indicador de confianza del consumidor



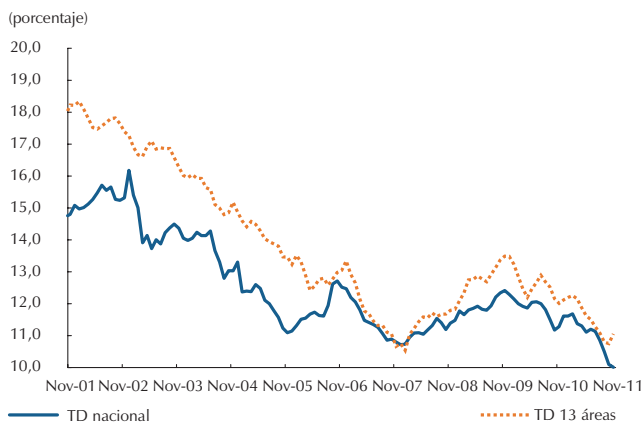
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 20
Tasa de desempleo
(promedio móvil septiembre-octubre-noviembre)



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

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Pese a lo anterior, en el caso del consumo de los hogares el desempeño seguiría siendo altamente satisfactorio, con un crecimiento anual en el cuarto trimestre similar al registrado en los tres primeros trimestres del año. A finales de 2011 los consumidores continuaron contando con un entorno favorable, como lo sugiere el comportamiento de la confianza, el empleo y, en alguna medida, de las tasas de interés reales. Con respecto a la confianza, es importante señalar que, de acuerdo con Fedesarrollo, si bien el cuarto trimestre comenzó con un dato relativamente bajo, en noviembre y diciembre se recuperó rápidamente, para terminar ubicándose en el nivel más alto de todo 2011 (Gráfico 19). En los dos meses en cuestión el incremento en la confianza de los hogares se explicó, en gran medida, por una mejoría de las expectativas sobre la situación del país en el corto y mediano plazos.

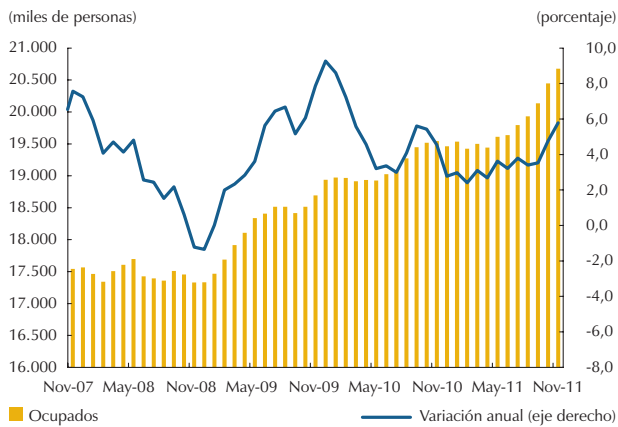
A lo anterior se suma la buena dinámica del mercado laboral. A este respecto, el hecho más relevante durante el cuarto trimestre fue la caída de la tasa de desempleo a niveles de un solo dígito. El dato de octubre fue 9,0%, el menor registro durante los últimos once años, y para el trimestre móvil terminado en noviembre la cifra fue de 9,3%. Ambos datos son significativamente menores que lo observado un año atrás (Gráfico 20). Corrigiendo por estacionalidad, se observa que la tasa de desempleo continúa con una tendencia decreciente, que se espera se mantenga en 2012 (Gráfico 21).

La caída en la tasa de desempleo es consistente con el buen desempeño de la demanda laboral. Con información reportada por el DANE a noviembre, es evidente el ritmo cada vez mayor en el incremento en el número de ocupados, tanto en el ámbito nacional como en las trece áreas, durante los últimos cuatro meses. A noviembre los aumentos anuales del empleo fueron de 5,8% y 5,0% para el total nacional y las trece áreas, respectivamente (Gráfico 22, paneles A y B). Estas variaciones anuales son mayores a su promedio desde 2001 (2,4% y 3,0% para el total nacional y trece áreas, en su orden), hecho que va en línea con la fuerte dinámica de la economía, experimentada durante 2011.

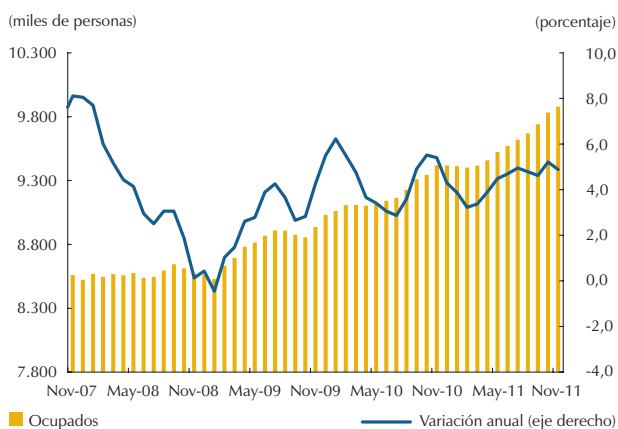
Otro aspecto que habría contribuido a la expansión del consumo es el nivel relativamente bajo de la tasa de interés promedio real de consumo: en el cuarto trimestre

Gráfico 22
Número de ocupados
(trimestre móvil desestacionalizado)

A. Total nacional

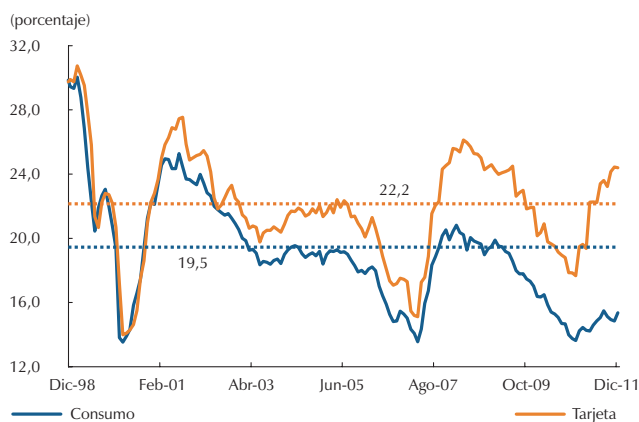


B. Trece áreas metropolitanas



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

Gráfico 23
Tasas de interés reales de los hogares
(deflactada con IPC sin alimentos)



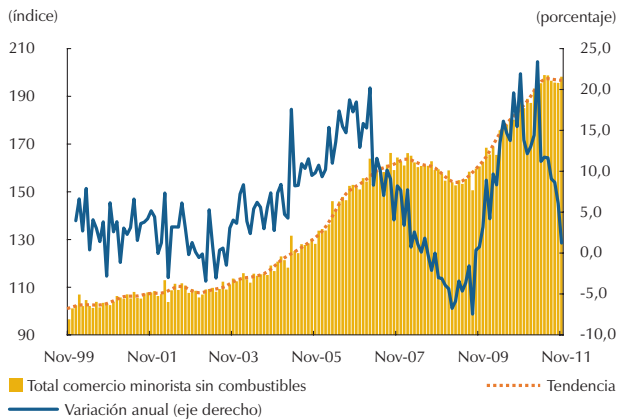
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

de 2011 mostró un nivel similar al registrado un trimestre atrás y solo aproximadamente 1 punto porcentual (pp) mayor a la que se observó al inicio del año (Gráfico 23). La tasa real de consumo, que afecta la evolución de las compras de bienes y servicios, aún se encuentra por debajo de su promedio desde 1998 (19,5%). La tasa de interés real de las tarjetas de crédito, por su lado, registró un aumento de 1 pp con respecto al tercer trimestre y mantuvo su tendencia al alza, de la mano de la evolución de la tasa de usura. Aunque estos últimos niveles ya pueden estar desestimulando el consumo en algunos segmentos del gasto de las familias, hay que tener en cuenta que la cartera de tarjeta de crédito solo corresponde al 23,8% de la cartera del consumo privado.

La coyuntura favorable por la que atraviesa el consumo privado se ha visto reflejada en las ventas del comercio al por menor. De acuerdo con el DANE, en octubre y noviembre de 2011 estas crecieron a una tasa anual de 3,7% en promedio, lo cual, aunque constituye una desaceleración con respecto a un trimestre atrás, aún representa niveles de ventas altos, comparables con los registrados durante lo corrido del año (Gráfico 24). La desaceleración se explicó, principalmente, por la caída anual que mostraron las ventas de vehículos y de alimentos en noviembre (explicados, a su vez, por una alta base de comparación y por aumentos en los precios, respectivamente). Sin tener en cuenta estos dos grupos, el aumento promedio de las ventas fue 9,6%. Esta dinámica está respaldada por la evolución de las importaciones de bienes de consumo en dólares, las cuales en octubre y noviembre crecieron en promedio un 17% en términos anuales.

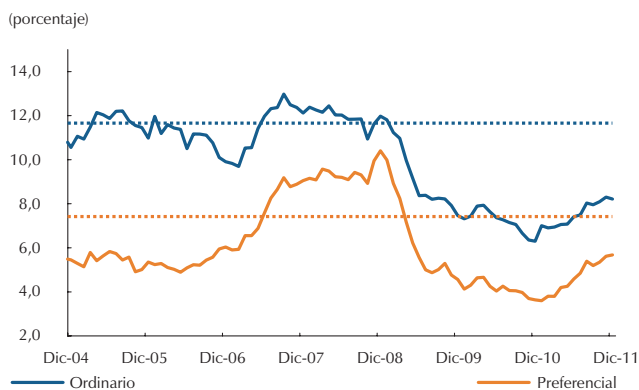
El buen desempeño que habría tenido el consumo de los hogares puede inferirse, de igual forma, a partir de los datos de cartera, pues en el cuarto trimestre aquella continuó expandiéndose a una tasa anual similar a la que registró en el tercer trimestre (cerca de 22%). A este respecto vale la pena señalar que la más reciente encuesta a intermediarios financieros, aplicada por el Banco de la República, indica que estos reportaron un aumento en la demanda de crédito en el cuarto trimestre y, adicionalmente, que están en

Gráfico 24
Total comercio minorista sin combustibles
(serie desestacionalizada)



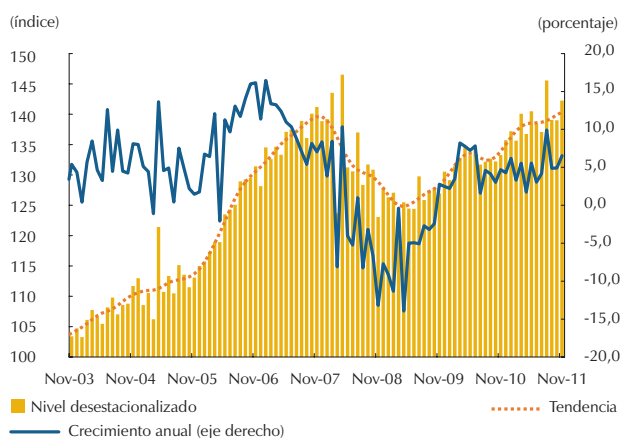
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Tasas reales de interés del crédito comercial
(deflactados con el IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 26
Índice de producción industrial sin trilla de café
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

capacidad de atender un aumento de esta sin mayores traumatismos⁸.

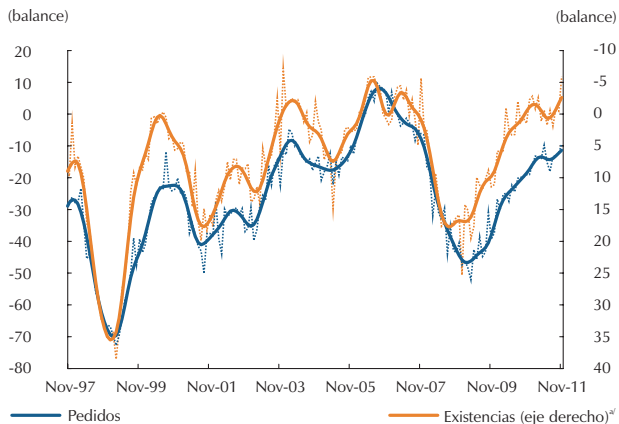
Con respecto a la inversión, a pesar de que la disponibilidad de información es menor, el escenario también habría sido favorable. Esto es posible, en primer lugar, porque las importaciones de bienes de capital en dólares crecieron 40,5% en promedio en octubre y noviembre, impulsadas en especial por las compras de equipo de transporte. En segundo lugar, porque en noviembre la producción de cemento mantuvo un comportamiento dinámico, con crecimientos anuales superiores al 10%, lo que permite prever que la construcción de edificaciones y vivienda habría mantenido una tasa de expansión alta y similar a la del trimestre anterior. Adicionalmente, la inversión estaría viéndose favorecida por tasas de interés comerciales que han mostrado leves aumentos, pero que aún se encuentran por debajo de sus promedios históricos (calculados desde 1994) (Gráfico 25).

Por el lado de la oferta, los distintos indicadores de actividad sugieren un buen dinamismo en la mayoría de las ramas, con excepción de la agricultura, donde la caída anual de la producción de café persistió por cuenta de factores climáticos. En el caso del sector manufacturero, el índice de producción industrial del DANE señaló un ritmo de crecimiento anual de 5,7% en promedio durante octubre y noviembre, lo que constituye una aceleración con respecto a la expansión del PIB de este sector durante el tercer trimestre (Gráfico 26). Dado que no se espera un menor desempeño para la industria en diciembre, es probable que el PIB sectorial haya registrado una aceleración en el cuarto trimestre, manteniendo su tendencia ascendente. Así lo confirman los indicadores de pedidos y existencias industriales de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo, que registraron mejorías frente al tercer trimestre (Gráfico 27).

En minería el aumento anual de la producción de petróleo se desaceleró en el cuarto trimestre respecto a la del período anterior; esto por cuenta de una alta base

8 Véase *Reporte de la Situación del Crédito en Colombia*, diciembre de 2011.

Gráfico 27
Indicadores de pedidos y existencias de la industria



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

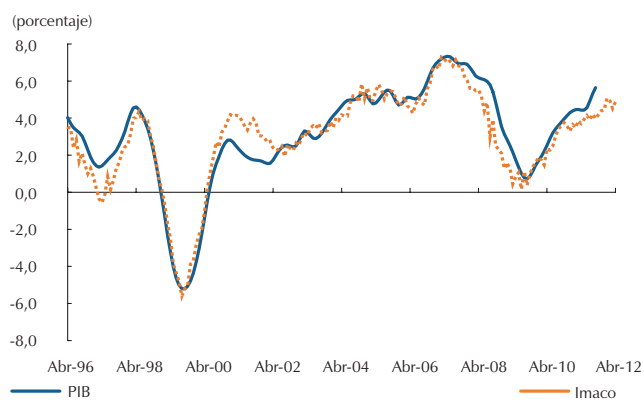
de comparación y de la contracción mensual registrada en diciembre debido a algunos conflictos laborales. Sin embargo, se espera que el sector en su conjunto haya seguido expandiéndose a tasas de dos dígitos, impulsando de manera importante el crecimiento. Otros sectores, como transporte y servicios financieros, también habrían contribuido de manera significativa a la expansión del PIB en dicho lapso.

La anterior información se utilizó como insumo en los modelos de pronóstico. Estos indican que el crecimiento del PIB para el cuarto trimestre de 2011 estaría entre 5,0% y 6,2%, lo que implica un intervalo de pronóstico para todo 2011 entre 5,6% y 6,0%, siempre y cuando no se presenten revisiones significativas para las cifras de los primeros tres trimestres. En términos

generales, para todo 2011 el consumo de los hogares habría aumentado de forma considerable (duplicando su promedio de crecimiento desde 2000) y se habría observado una fuerte aceleración en la inversión con respecto a la que se reportó en 2010. En el caso de la inversión se destacaría la fuerte expansión de la destinada a equipo de transporte, a una tasa anual que duplicaría la registrada en 2010 y una recuperación de la construcción de edificaciones, luego de dos años de contracción. En el sector externo las exportaciones habrían presentado el mejor desempeño de los últimos cuatro años, mientras que las importaciones compensarían esta dinámica, expandiéndose a una tasa que casi duplica la de aquellas, por lo que la contribución de la demanda externa neta al crecimiento del PIB habría sido negativa.

Por su parte, los sectores de mejor desempeño en 2011 habrían sido en su orden la minería, el transporte y el comercio. La primera, en particular, en 2011 estaría mostrando la mayor tasa de crecimiento entre todas las ramas de producción por cuarto año consecutivo. Gran parte de este resultado se debe a la producción petrolera, que está siendo impulsada por los altos precios del crudo, las favorables condiciones para la inversión y el relativo éxito en materia de exploración.

Gráfico 28
Imaco: Indicador líder 5 meses del PIB^{a/}



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

Finalmente, el indicador líder Imaco no muestra aún un quiebre en las tendencias de expansión de la economía colombiana, por lo que continúa disipando las dudas sobre un posible contagio de las condiciones externas durante finales de 2011 e inicios de 2012, además de confirmar las previsiones realizadas en informes anteriores (Gráfico 28). No obstante, cabe decir que en los últimos trimestres esta metodología ha sugerido una tasa de crecimiento que ha sido menor que la observada y que aquellas que se estiman con

Se espera que la economía colombiana haya crecido en 2011 entre 5,6% y 6,0%.

otros métodos. Dicha brecha, además, se amplió a partir del tercer trimestre de 2011. Estas diferencias, que son usuales en la serie histórica, pueden atribuirse a la falta de representatividad de las series que conforman el indicador, al no recoger el impulso que estaría recibiendo la economía por cuenta de sectores que no están directamente contemplados en el ejercicio (v. g. minería).

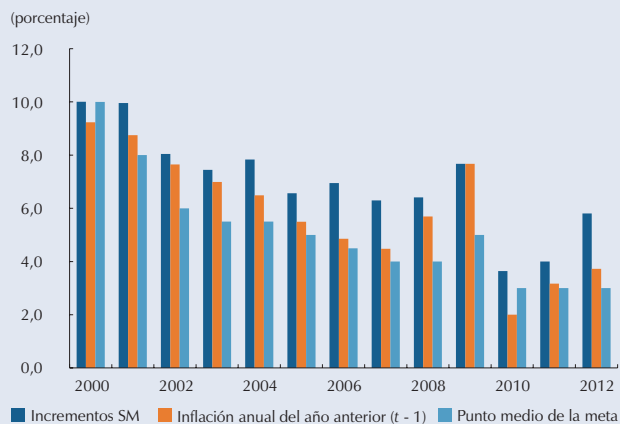
Recuadro 2

ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DEL INCREMENTO DEL SALARIO MÍNIMO A LOS PRECIOS

Camilo Alberto Cárdenas Hurtado*

El reciente aumento decretado para el salario mínimo (SM) fue de 5,8% para el año 2012. En comparación con los ajustes de la década pasada, este incremento ha sido relativamente alto frente a la inflación causada¹ (que en 2011 terminó en 3,73%) y frente a la meta de inflación, por lo que resulta conveniente establecer cuáles son los riesgos potenciales de esta decisión para la estabilidad del nivel general de precios. El Gráfico R2.1 muestra la evolución de los ajustes del SM, la inflación causada y la meta de inflación anual.

Gráfico R2.1
Inflación anual, incrementos al salario mínimo y punto medio del rango meta de inflación (variaciones anuales)



Fuentes: DANE y Ministerio de la Protección Social; cálculos del Banco de la República.

Teóricamente, un aumento del SM afecta la estructura de costos de todas las firmas, pero sobre todo la de aquellas cuyos procesos de producción son intensivos en mano de obra no calificada. Dependiendo de la estructura del mercado y las características propias de la economía, este efecto puede

ser de distinta naturaleza². De todas maneras, en la literatura existen pocos trabajos teóricos al respecto, y los estudios empíricos disponibles dejan por fuera las implicaciones de muchos de los canales de transmisión, por lo que corren el riesgo de llegar a conclusiones inexactas e incompletas (Aaronson, 2001; Brown, 1999; Lemos, 2008).

1. ¿Cuáles son los posibles canales por los que el aumento del SM podría tener efectos sobre los precios y qué implicaciones tendrían en el caso colombiano?

a. Efectos directos

El efecto directo del incremento del SM se da sobre los costos salariales de las empresas. En general, las firmas responden con mayores precios ante un aumento en sus costos, por lo que el impacto final sobre la inflación es al alza, bien sea en un mercado competitivo o en uno de competencia monopolística. Esto es consistente con la evidencia empírica para Colombia (Misas, López y Parra, 2009); sin embargo, ante presencia de rigideces de precios el efecto puede ser menor (Ball y Mankiw, 1994).

Frente a esto último, algunos trabajos sugieren que existe evidencia de rigideces de precios en Colombia, que incluso pueden ser mayores si la inflación es baja³. Por ello, ante un incremento del SM la respuesta de corto plazo sería una caída del nivel de empleo (consistente con la evidencia empírica), pero no un efecto inflacionario considerable, como se podría pensar originalmente.

b. Efectos indirectos

i. Precios de las materias primas

Existen insumos intensivos en mano de obra no calificada, cuyo precio aumenta por efecto del incremento del SM. En un análisis utilizando la metodología de la matriz insumo-producto, Posso (2010) incorpora aquel efecto indirecto sobre los

* Profesional del Departamento Programación Macroeconómica e Inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos. Agradece los valiosos comentarios de Adolfo Cobo. Las opiniones expresadas son de responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Con excepción del año 2009, cuando ajuste del SM se hizo con base en la inflación causada del año 2008 (7,67%). Con los efectos de la crisis internacional la inflación se desplomó, por lo que el diferencial entre el incremento del SM (7,67%) y la inflación observada de 2009 (2,02%) fue alto.

2 Para un mayor conocimiento del tema véase Neumark y Wascher (2008), Lemos (2008), Sellekaerts (1982), Aaronson (2001), Poterba (1996), Besley y Rosen (1999) y Yang (1997).

3 Véase, por ejemplo, Julio et al. (2009), Misas et al. (2009), Zárate (2010), Iregui et al. (2009a y 2009b).

costos de las materias primas. El autor muestra que el nivel de precios se vería afectado, en especial, por la variación en los rubros de restaurante, productos químicos, molinería y almudones, equipo y transporte terrestre.

ii. Otros salarios

Según la teoría económica, un aumento del SM podría afectar la distribución y magnitud de los demás salarios en la economía. La primera razón es que —en un marco neoclásico— dada la sustitución entre trabajadores no calificados y calificados, los salarios de los empleados que devengan más que el mínimo aumentarían por un incremento en su demanda relativa. Aquí los efectos de traslado (*spillover*) no necesariamente se concentran en la parte de la distribución inmediatamente superior al SM, sino que pueden transmitirse (en diferente medida) a los demás trabajadores (Card y Krueger, 1995; Lemos, 2004).

Una segunda razón es que los salarios tienen efecto sobre las actitudes de los trabajadores. Grossman (1983) plantea que se debe mantener una “jerarquía” salarial dentro de las firmas pues el esfuerzo (y productividad) de los trabajadores calificados es proporcional a sus salarios *real* y *relativo*. Con un aumento en el SM los agentes que reciben ingresos salariales mayores deberían tener un incremento salarial consistente con la idea de conservar la estructura interna de salarios que mantenga (o aumente) el producto marginal del trabajo. Así, los incrementos del SM tendrían un mayor impacto sobre los demás salarios que lo que la teoría convencional predeciría.

Finalmente, Lemos (2006) sugiere que para algunos países en desarrollo existe una correlación positiva entre los salarios de los sectores formal e informal. Esto supone que en el segundo sector se busca mantener a los trabajadores en condiciones relativamente similares a las del sector formal para que estos no tengan incentivos para mudar de sector.

En Colombia el efecto del incremento del SM sobre los demás salarios es difícil de predecir. Por un lado, existe un alto nivel de sustitución entre trabajo calificado y no calificado relacionado con los altos costos que representa para el empleador el contratar a una persona con un SM (López, 2010)⁴. Por otro lado, la reacción de los salarios también depende del grado de cobertura legal del SM. Lo que sí es claro es que el alto grado de informalidad en Colombia implica que no todos los salarios se negocian con la normatividad del SM. Según la información del Departamento Administrativo Nacional de Estadística

4 Según fuentes oficiales, en Colombia la legislación relacionada con el SM indica que tras ajustar por costos parafiscales, el costo de contratación por empleado que devengue un SM es del 45% para el empleador.

(DANE), a diciembre de 2011 el porcentaje de la población ocupada de las trece áreas metropolitanas que está catalogada como no asalariada⁵ se ubica en 50,8%.

Algunos estudios⁶ indican que en los países emergentes el efecto del SM sobre los demás salarios depende de qué tan alto es este en comparación con la “media salarial”. Cuando es bajo, el efecto *spillover* es menor (Neumark y Wascher, 2008), y una menor proporción de la población económicamente activa (PEA) en el sector formal estará cobijada por él.

iii. Pensiones y otros precios indexados

En Colombia las multas, los comparendos, algunos contratos legales y el aumento en las pensiones están indexados al SM. Al respecto no existen trabajos que desarrollen las implicaciones que tiene el incremento salarial, mediante este canal, sobre el nivel de precios, por lo que los efectos (sean inflacionarios o no) son difíciles de identificar.

iv. Expectativas

Neumark y Wascher (2008) afirman que los efectos directos del SM sobre el nivel de precios son relacionados con desviaciones de corto plazo de la inflación agregada; sin embargo, a mediano y largo plazos es importante para la autoridad monetaria entender cómo reaccionan las expectativas de inflación ante un incremento salarial considerable.

González *et al.* (2010) muestran que las expectativas de inflación en Colombia son persistentes, y que son explicadas por la inflación observada y por la meta de inflación⁷, por lo que se podría pensar que un incremento del SM no tendría un impacto significativo sobre ellas. A pesar de esto, los resultados dependen del régimen inflacionario en el que se encuentre la economía. Si existe una inflación creciente (como aquella observada hasta 1990), un incremento alto del SM puede crear una espiral inflacionaria que acentúe su tendencia alcista.

5 Se define como *no asalariado* aquel trabajador que es cuenta propia, patrono, empleado doméstico, trabajador familiar sin remuneración y jornalero o peón. Los ingresos de este tipo de trabajadores normalmente dependen del resultado de la actividad donde se desempeñen, por lo que no son fijos ni de buena calidad.

6 Véase Harrison y Scorse (2005), Gindling y Terrel (2005), entre otros.

7 Para revisar otros trabajos véase, por ejemplo, Vargas, H.; González, A; González, E; Romero, J; Rojas, L. (2009) y Misas y Vásquez (2002).

En Colombia, sin embargo, la relación de causalidad entre expectativas de inflación y SM no es clara. Entre otras razones, esto obedece a que la Ley 278 de 1996 estipula que si no hay concertación entre las partes de la negociación salarial, el incremento se debe hacer tomando en cuenta la meta de inflación del Banco de la República para el próximo año y el crecimiento de la productividad; además, tal aumento no puede ser menor a la inflación causada⁸.

2. Evidencia empírica en Colombia

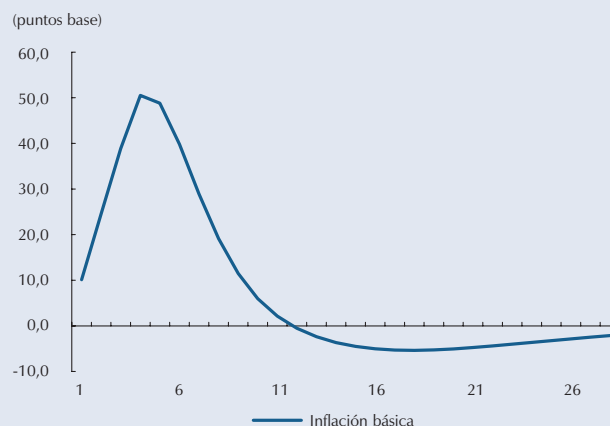
La literatura existente sobre el impacto de los ajustes al SM sobre los precios y la inflación es escasa para Colombia. Dos trabajos que pueden dar una idea de la magnitud de este efecto son los de Posso (2010) y Lasso (2010). El primero calcula que el efecto de un incremento del 10% al SM es de 1,44% sobre el nivel general de precios; por su parte, Lasso (2010) sugiere que un aumento de la misma magnitud, tendrá un efecto del 0,61%. La crítica a este tipo de estimaciones es que imponen supuestos fuertes no compatibles con los hechos estilizados de la literatura del SM⁹.

En el nivel sectorial Arango, Ardila y Gómez (2010), presentan una estimación de los efectos del incremento del SM sobre el nivel de precios de comidas fuera del hogar (CFH), un rubro importante en el IPC, cuya participación es de 8,1%. Los resultados indican que, ante un aumento del 10% en el SM, el nivel de precios de las CFH aumenta un 1,33% contemporáneo, e incluyendo adelantos y rezagos, un 3,07%. De acuerdo con este trabajo, existe una respuesta marginal para algunos otros rubros de la canasta familiar.

Un ejercicio de simulación con el modelo de equilibrio general dinámico y estocástico del Banco de la República, conocido como Patacon (González *et al.*, 2011) muestra que, ante un choque exógeno de un 1% sobre el nivel de salarios reales de estado estacionario, existe una respuesta positiva de los costos marginales de las firmas, lo que, a su vez, se traduce en un aumento en los precios de mercado por cualquiera de los mecanismos mencionados. El choque, que es temporal, tiene un efecto inmediato de 10 puntos base (0,1%) y un efecto máximo de 50 pb sobre la

inflación básica (sin alimentos ni regulados). Es importante resaltar que este resultado está condicionado a una política monetaria activa. Además, estas cifras son consistentes con la evidencia reportada en la literatura para Colombia (Gráfico R2.2).

Gráfico R2.2
Simulación de respuesta de la inflación básica a un choque sobre salarios
(variación anual de la inflación básica)



Fuente: cálculos del Banco de la República

3. Conclusiones

Los impactos del incremento del SM sobre la inflación son producto de interacciones en la economía que no son abordadas en los ejercicios empíricos que se han hecho hasta hoy. La existencia de distintos canales de transmisión implica que los resultados de los estudios realizados son (de alguna manera) incompletos, por lo que podría llevar a malinterpretaciones al momento de concluir cuánto es el efecto sobre los precios. En general, dichos efectos son en realidad bajos, en comparación con otros choques de oferta, demanda y productividad, pero podrían desviar la inflación de su meta.

Referencias

- Aaronson, D. (2001). "Price Pass-through and the Minimum Wage", *The Review of Economics and Statistics*, núm. 83, vol. I, pp. 158-169.
- Arango, L.; Ardila, L.; Gómez, M. (2010). "Efecto del cambio del salario mínimo en el precio de las comidas fuera del hogar en Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 584, Banco de la República.
- Ball, L.; Mankiw, G. (1994). *A Sticky Price Manifesto*, *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*. pp. 127-151.
- Besley, T.; Rosen, H. (1999). "Sales Taxes and Prices: An Empirical Analysis", *National Tax Journal*, núm. 52, pp. 157-178.

8 Para una mayor comprensión del tema véase Hernández (2007).

9 Suponen que: a) el efecto del incremento se transmite completamente a los precios, b) no existe sustitución entre factores de producción, y c) los niveles de empleo no se ven afectados. Éste trabajo sobreestima los efectos del incremento del SM pues deja por fuera la respuesta de las firmas relacionada con el tercer supuesto, hecho que está bien documentado e identificado en la literatura nacional e internacional.

- Brown, C. (1999). "Minimum Wages, Employment, and the Distribution of Income", *Handbook of Labor Economics*, cap. 32, vol. 3.
- Card, D.; Krueger, A. (1995). *Myth and Measurement: The New Economics of the Minimum Wage*, Princeton University Press.
- Gindling, T.; Terrell, K. (2005). "The Effect of Minimum Wages on Actual Wages in Formal and Informal Sectors in Costa Rica", *World Development*, vol. 13, núm. 11. pp. 1905–1921.
- González, A.; Mahadeva, L.; Prada, J.; Rodríguez, D. (2011). "Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs: PATACON model description", *Borradores de Economía*, núm. 656, Banco de la República.
- González, E.; Jalil, M.; Romero, J. (2010). "Inflación y expectativas de inflación en Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 618, Banco de la República.
- Grossman, J. (1983). "The Impact of the Minimum Wage on other Wages", *The Journal of Human Resources*, vol. XVIII, núm. 3. pp. 359-378.
- Harrison, A. Scorse, J. (2005). "Moving Up or Moving Out? Anti-Sweatshop Activists and Labor Market Outcomes", *NBER*, working paper, núm. 10492.
- Hernández, G. (2007). "Aspectos institucionales, determinantes y negociación del salario mínimo", *Archivos de Economía*, núm. 333. Departamento Nacional de Planeación.
- Iregui, A.; Melo, L.; Ramírez, M. (2009a). "Formación e incrementos de salarios en Colombia: un estudio microeconómico a partir de una encuesta a nivel de firma", *Borradores de Economía*, Banco de la República, núm. 582.
- Iregui, A.; Melo, L.; Ramírez, M. (2009b). "Rigideces de los salarios a la baja en Colombia: evidencia empírica a partir de una muestra de salarios a nivel de firma", *Borradores de Economía*, núm. 571, Banco de la República.
- Julio, J.; Zárate, H.; Hernández, D. (2009). "The Stickiness of Colombian Consumer Prices", *Borradores de Economía*, núm. 578, Banco de la República.
- Lasso, F. (2010). "Incrementos del salario mínimo legal: ¿cuál es el impacto redistributivo del cambio en los precios al consumidor?", *Borradores de Economía*, núm. 598, Banco de la República.
- Lemos, S. (2004). "Minimum Wage Policy and Employment Effects: Evidence from Brazil", *Economía*, vol. 5, núm. 1. pp. 219–266.
- Lemos, S. (2006). "Minimum Wage Effects in a Developing Country", working paper, núm. 06/1, University of Leicester.
- Lemos, S. (2008). "A Survey of the Effects of the Minimum Wage on Prices", working paper, núm. 06/9, University of Leicester.
- López, H. (2010). "El Mercado laboral colombiano: tendencias de largo plazo y sugerencias de política", *Borradores de Economía*, núm. 606, Banco de la República.
- Misas, M.; López, E.; Parra, J. (2009). "La formación de precios en las empresas colombianas: evidencia a partir de una encuesta directa", *Borradores de Economía*, núm. 569, Banco de la República.
- Misas, M.; Vásquez, D. (2002). "Expectativas de inflación en Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 212, Banco de la República.
- Neumark, D.; Wascher, W. (2008). *Minimum Wages*, MIT Press.
- Posso, C. (2010). "Incrementos del salario mínimo legal: un análisis de los costos y beneficios sobre los hogares colombianos en el año 2006", *Borradores de Economía*, núm. 595, Banco de la República.
- Poterba, J. M. (1996). "Retail Price Reactions to Changes in State and Local Sales Taxes", *National Tax Journal*, núm. 49, pp. 165-176.
- Sellekaerts, B. (1982). "Effect of the Minimum Wage on Inflation and other Key Macroeconomic Variables", *Eastern Economic Journal*, vol. III, núm. 3, pp. 177-190.
- Vargas, H. González, A.; González, E.; Romero, J.; Rojas, L. (2009). "Assessing Inflationary Pressures in Colombia", *Borradores de Economía*, Banco de la República, núm. 558.
- Yang, J. (1997). "Exchange Rate Pass-through in the U.S. Manufacturing Industries" *The Review of Economics and Statistics*, vol. I, núm. 79, pp. 95-104.
- Zárate, H. (2010). "Reglas de fijación de precios de los productores colombianos: evidencia a partir de modelos de duración con micro datos del IPP", *Borradores de economía*, núm. 600, Banco de la República.

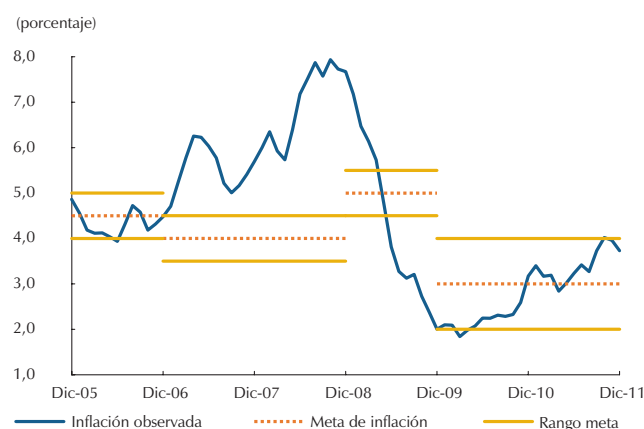
III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación anual al consumidor cerró 2011 en 3,73%, cifra superior al punto medio del rango meta de largo plazo.

La inflación básica continuó aumentando como viene sucediendo desde julio de 2011. Todos los indicadores de inflación básica aumentaron.

La robustez que viene mostrando el consumo y el crédito en general habrían contribuido a impulsar la inflación básica.

Gráfico 29
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

La inflación anual al consumidor cerró el año 2011 en 3,73%, el mismo nivel observado en septiembre y 56 pb por encima del registro de diciembre de 2010 (Gráfico 29 y Cuadro 5). Así, la inflación finalizó por encima del punto medio del rango meta y por tercer año consecutivo se situó entre 2% y 4%.

La inflación en Colombia tendió a aumentar a lo largo de la mayor parte del año, lo que se suma al alza que se había registrado en 2010. Este comportamiento también se observó en las diferentes medidas de inflación básica. Circunstancias como una escasa oferta agropecuaria (debido, entre otros factores, a problemas climáticos), unos precios internacionales de materias primas altos, una demanda interna muy

dinámica y la depreciación del peso en la segunda mitad del año habrían contribuido a dicha tendencia.

La inflación alcanzó un punto máximo en octubre, con 4,02%, cediendo un poco en los dos últimos meses del año gracias a un mejor comportamiento de la oferta agrícola; sin embargo, la inflación básica continuó en ascenso hasta diciembre.

Cuadro 5
Indicadores de inflación al consumidor
(a diciembre de 2011)

Descripción	Ponderación	Dic-10	Jun-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11	Dic-11	Participación en puntos porcentuales en la desaceleración del IV trimestre	Participación en porcentaje en la aceleración, año corrido
Total	100,00	3,17	3,23	3,73	4,02	3,96	3,73	(0,00)	100,00
Sin alimentos	71,79	2,82	2,91	2,98	3,03	3,03	3,13	0,11	39,02
Transables	26,00	(0,29)	(0,13)	0,16	0,40	0,60	0,80	0,16	49,31
No transables	30,52	3,52	3,83	3,49	3,49	3,57	3,64	0,04	7,30
Regulados	15,26	6,64	5,96	6,45	6,29	5,81	5,81	(0,10)	(17,59)
Alimentos	28,21	4,09	4,08	5,71	6,63	6,42	5,27	(0,11)	60,98
Perecederos	3,88	10,96	5,27	13,54	17,58	14,59	7,73	(0,21)	(16,80)
Procesados	16,26	2,32	3,30	4,09	4,83	4,97	4,50	0,07	60,66
Comidas fuera del hogar	8,07	4,52	4,97	5,26	5,29	5,60	5,59	0,03	17,13
Indicadores de inflación básica									
Sin alimentos		2,82	2,91	2,98	3,03	3,03	3,13		
Núcleo 20		3,17	3,43	3,40	3,61	3,78	3,92		
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		2,65	3,05	3,02	3,16	3,21	3,18		
Inflación sin alimentos ni regulados		1,79	2,06	2,01	2,12	2,25	2,38		
Promedio de todos los indicadores		2,61	2,86	2,85	2,98	3,07	3,15		

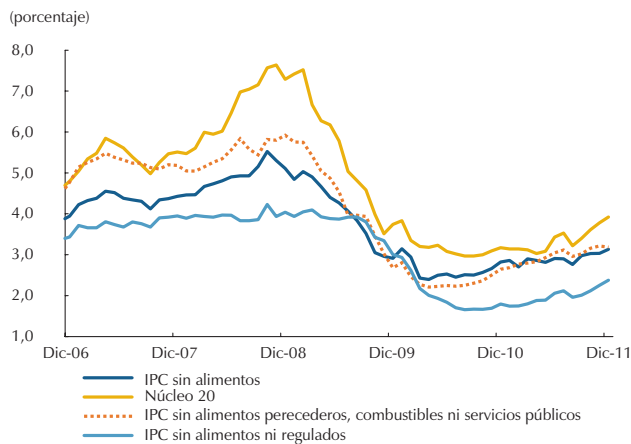
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

La inflación básica aumentó de manera casi continua después de julio de 2010, mes en el cual el promedio de los cuatro indicadores publicados regularmente por el Banco de la República alcanzó el nivel histórico más bajo (2,35%). Al finalizar el cuarto trimestre de 2011 el promedio de estos indicadores fue 3,15%, superando en 30 pb al registro de septiembre de 2011 y en 54 pb al de diciembre de 2010 (Cuadro 5).

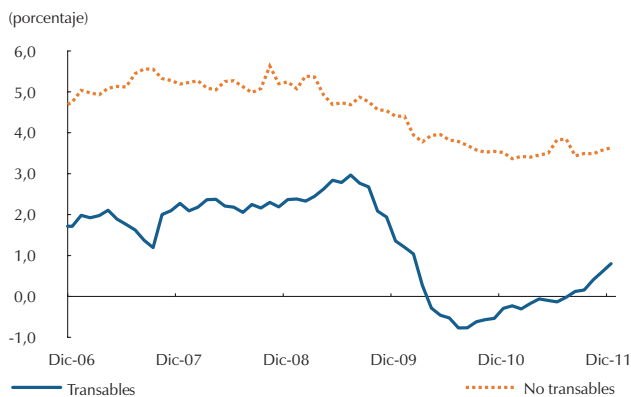
Todos los indicadores de inflación básica repuntaron con respecto al nivel que exhibieron en septiembre pasado. El núcleo 20 (3,9%) fue el que más aumentó,

Gráfico 30
Indicadores de inflación básica
(variación anual)



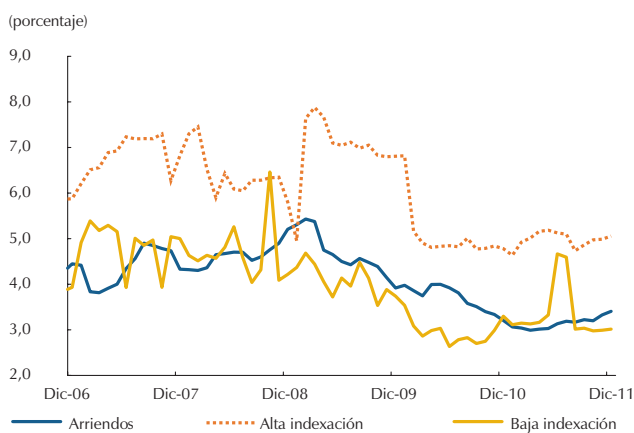
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 32
IPC de no transables
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

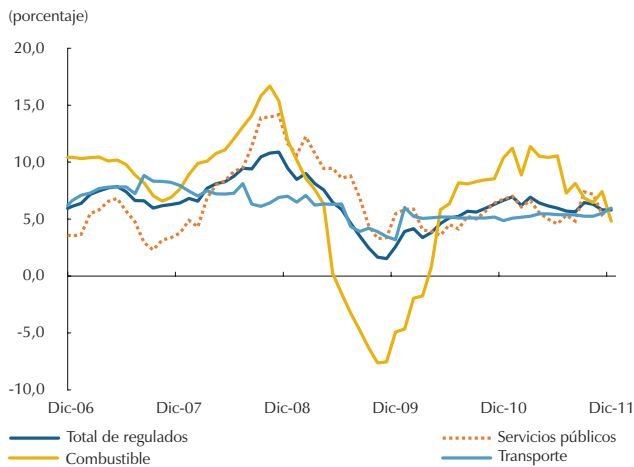
cerrando el año con el mayor nivel entre todos los indicadores. Por el contrario, el registro más bajo le correspondió al índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos ni regulados (2,4%), como sucede desde hace varios años; no obstante, este indicador también comenzó a mostrar una tendencia ascendente a partir de septiembre pasado (Cuadro 5 y Gráfico 30).

Por su parte, en diciembre el IPC sin alimentos se situó en 3,13%, 15 pb por encima del registro de septiembre y el más alto nivel desde enero de 2010 (Cuadro 5 y Gráfico 30). Dentro de esta subcanasta sobresale el comportamiento alcista que desde finales del año 2010 viene mostrando el componente transable, cuya variación anual pasó de -0,29% en diciembre de 2010 a 0,16% en septiembre y a 0,80% en diciembre de 2011 (Cuadro 5 y Gráfico 31). Este aumento ha sido mayor que el previsto por el equipo técnico del Banco y es atribuible a la depreciación del tipo de cambio en la segunda mitad del año, pero también a la solidez de la demanda interna, en particular del consumo. Dentro de este grupo las mayores alzas en los últimos meses se presentaron en las tarifas de telefonía y los pasajes aéreos. Los precios de estos rubros han presentado ajustes superiores a los de 2010.

La variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados también registró aumentos, aunque leves, en la última parte del año (Cuadro 5, Gráfico 31). Este comportamiento, que no se apartó de las sendas proyectadas en los informes sobre inflación anteriores, es compatible con el dinamismo de la demanda interna y con la ampliación de la brecha del producto, tal y como se discute en el capítulo IV de este informe.

Descomponiendo los no transables, se observó que los rubros que tienden a estar más indexados, como servicios de educación y salud, fueron los que mostraron variaciones mayores, con un promedio para diciembre de 5,1%, un poco por encima del registro de septiembre (Gráfico 32). En los últimos meses los principales ajustes se han concentrado en servicios de salud. Hacia 2012 es probable que la entrada de la

Gráfico 33
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los incrementos en los precios de los arriendos aún son moderados, pero se están acelerando y pueden indicar aumentos en las presiones de demanda.

gratuidad de la educación básica pública⁹ y el control a los ajustes de las tarifas de los servicios financieros más utilizados¹⁰ modere las alzas en este segmento del IPC.

También, en los no transables los arriendos se incrementaron en diciembre a 3,4%, desde el 3,2% de septiembre, con lo que se acentuó la tendencia alcista que se observa desde comienzos de año. La evolución reciente de este rubro es consistente con la información de la Federación Nacional de Lonjas (Fedelonjas), la cual señala que en los últimos meses los nuevos arrendamientos se están ajustando a tasas crecientes superiores al 3,0%. Dado el mayor ritmo de la construcción de vivienda y las condiciones favorables para invertir en el sector —bajas tasas de interés y altas expectativas de valorización— las alzas que se observan en

arriendos, aunque son moderadas, pueden estar indicando el surgimiento de algunas presiones de demanda.

A diferencia de lo que aconteció con transables y no transables, la variación anual del IPC de regulados dejó de aumentar en el cuarto trimestre, aunque se mantuvo en niveles altos, comparados con la inflación total: pasó de 6,5% en septiembre a 5,8% en diciembre (Cuadro 5, Gráfico 33). Hasta el tercer trimestre este grupo había sido una de las principales fuentes alcistas de la inflación al consumidor en Colombia. Buena parte de esta contracción observada en los últimos tres meses tiene que ver con la corrección a la baja, luego del incremento de las tarifas de energía eléctrica en Cali observada en el tercer trimestre.

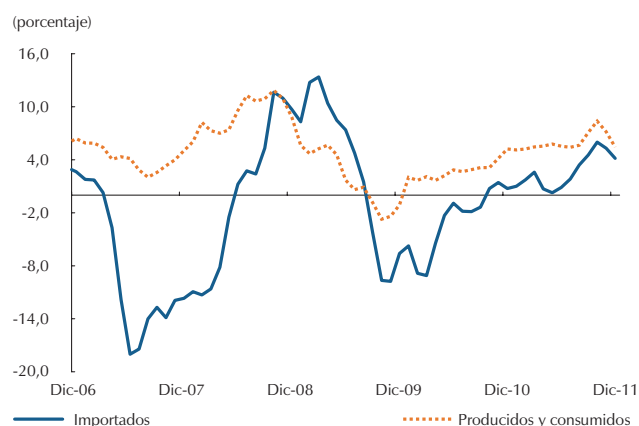
Sin embargo, el crecimiento anual de los regulados es aún alto, debido a los continuos incrementos de las tarifas del gas domiciliario (superior al 18,0% en diciembre de 2011). Las altas cotizaciones internacionales de los combustibles, en particular la del *fuel oil*, junto con los problemas de suministro y transporte en Colombia, explican las elevadas tarifas del gas domiciliario. Al finalizar el año los altos precios externos de los combustibles terminaron generando ajustes cercanos al 5,0% en el precio de la gasolina y de 6,0% en el transporte público. Conviene también señalar que el nuevo esquema para determinar el precio de la gasolina para el consumidor, el cual comenzó a operar a partir de octubre pasado, debería limitar el ajuste del precio de venta al público de la gasolina automotor a un máximo de 1,5% en cada mes (al respecto véase el Recuadro 1 del informe pasado).

9 Véase el Decreto 4807 del 20 de diciembre, del Ministerio de Educación Nacional.

10 Véase el Decreto 4809 del 20 de diciembre, del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

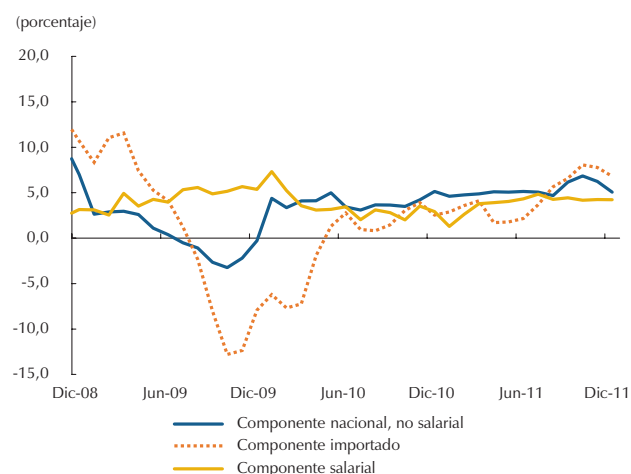
La inflación al consumidor no enfrentó presiones al alza importantes vía costos durante el cuarto trimestre de 2011, a juzgar por el comportamiento del índice de precios del productor (IPP), el cual incluye una gran cantidad de insumos y bienes intermedios. De hecho, la variación anual del IPP total retrocedió de 6,6% en septiembre a 5,2% en diciembre, y este comportamiento se observó tanto en el componente importado como en el nacional (Gráfico 34).

Gráfico 34
IPP según procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 35
Índices de costos a partir de la matriz de contabilidad social (MCS)
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Una conclusión similar se obtiene cuando se estiman costos de producción no salariales teniendo en cuenta la estructura productiva de la economía (con la matriz insumo-producto) y los precios del productor. Para el caso de los costos no salariales de origen importado, la desaceleración en la variación anual del cuarto trimestre está asociada con una reducción de los precios internacionales de los productos básicos y con la apreciación del peso de las últimas semanas del año. Esto revirtió las alzas que se observaron entre junio y octubre, cuando el peso se depreció.

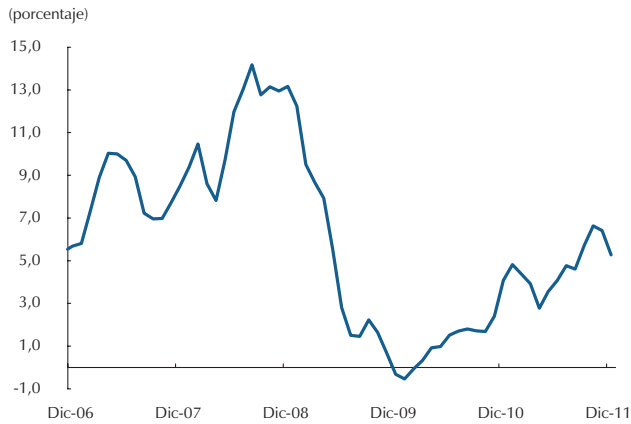
Los indicadores de costos no salariales también muestran una desaceleración en los costos nacionales que, en parte, está relacionada con reducciones en los precios de bienes agropecuarios durante los dos últimos meses (por la papa, especialmente). De la misma manera, los mineros y los industriales retrocedieron, aunque en menor magnitud.

Respecto a los salarios, en los últimos meses de 2011 se siguieron mostrando ajustes moderados. El índice de costos salariales, calculado por el Banco de la República a partir de salarios de los sectores manufacturero, de comercio y de la construcción, aumentó alrededor de 4,0% en términos anuales, una tasa similar a la observada en los tres trimestres anteriores (Gráfica 35). Hacia 2012 las condiciones salariales podrían favorecer menos el cumplimiento de la meta de inflación, dado el ajuste en el salario mínimo (5,8%) y la reducción esperada de la tasa de desempleo.

B. LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS

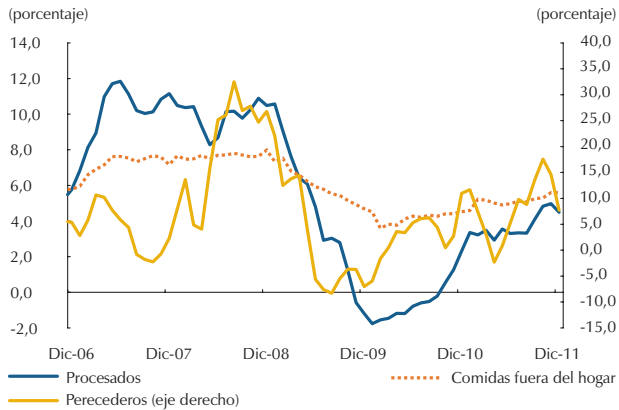
El descenso de la inflación en el cuarto trimestre fue posible gracias al buen desempeño del precio de los alimentos. En los últimos meses se interrumpió la tendencia ascendente que traía la variación anual del IPC de alimentos desde comienzos de

Gráfico 36
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2011. A pesar de ello, la cifra de diciembre (5,3%) siguió siendo relativamente alta (Gráfico 36).

Los productos perecederos fueron los que contribuyeron a la desaceleración de la inflación anual (Gráfico 37), con el precio de la papa liderando este fenómeno; también se observaron descensos de consideración en el grupo de frutas. De esta forma, las condiciones de oferta de una parte importante de los alimentos perecederos habrían continuado normalizándose, luego de las pérdidas en algunos cultivos, generadas por las fuertes lluvias de comienzos y mediados de año.

En contraste, el aumento de los precios de los alimentos procesados hacia finales de año, fue mayor que el observado durante el mismo periodo de 2010, por lo que la variación anual del IPC respectivo se incrementó (Gráfico 37). Algunos de los productos de esta subcanasta (como los avícolas) también resultaron afectados por las fuertes lluvias de los trimestres anteriores. A ello se sumaron precios internacionales relativamente altos y la depreciación del peso entre agosto y noviembre.

Finalmente, las comidas fuera del hogar, que tienen una ponderación importante dentro de la canasta del consumidor (8,1%), también generaron presiones alcistas sobre la inflación total y la de alimentos (Gráfico 37). Además de los choques de oferta mencionados, en este comportamiento también podría estar incidiendo el dinamismo de la demanda interna y los aumentos de algunos costos, como los de los servicios públicos.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

En este informe se mantuvo el pronóstico de crecimiento del PIB para 2012 entre 4,0% y 6,0%.

Para 2012 se espera un impulso a la demanda interna por cuenta de la inversión en construcción y obras civiles.

El pronóstico de inflación a uno y dos años se elevó, aunque la cifra para finales de 2012 será inferior a la de finales de 2011.

Para la inflación en 2012 se prevé un aumento de las presiones de demanda y de costos salariales. Ello siempre y cuando no se produzca un detrimento más profundo de la economía global.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

El crecimiento para la economía colombiana, al igual que para las del resto del mundo, dependerá en buena medida de la evolución de la situación internacional. En cualquier caso, como resultado de la problemática externa, el crecimiento mundial en 2012 será menor al registrado un año atrás, lo que generará, por tanto, un menor impulso para la expansión del PIB colombiano en el presente año.

Para los pronósticos de crecimiento interno que se presentan a continuación se retomaron los tres escenarios de contexto externo para 2012 descritos en el capítulo I. En el escenario central no se prevé un contagio importante para el país de los problemas económicos en Europa, algo similar a lo que se observó a finales de 2011. Como se estima que los Estados Unidos, principal socio comercial colombiano, continuarían mostrando tasas de crecimiento positivas, todavía se espera una expansión de las exportaciones nacionales. En este contexto se prevé, además, que los precios de las materias primas continuarán altos, favoreciendo el flujo de IED hacia el país e impulsando el gasto; todo lo cual ayudaría a mantener baja la percepción de riesgo. Sin embargo, existe la posibilidad de un mayor deterioro en la economía mundial, lo cual se contempla en un escenario más pesimista,

En el escenario central no se prevé un contagio importante para el país derivado de los problemas en Europa.

Las perspectivas menos favorables en el plano internacional se compensan por mejores proyecciones para las variables internas.

en cuyo caso el contagio para la economía colombiana sería más fuerte por cuenta de una caída pronunciada en la confianza de los inversionistas y consumidores, acompañada de un aumento en las primas de riesgo.

En el escenario central las perspectivas en el plano internacional para 2012 podrían ser compensadas por mejores proyecciones de algunas variables internas; así, por ejemplo, para este año se espera una aceleración en el consumo del Gobierno, a pesar de la dinámica propia del gasto de los gobiernos locales, que sugiere que este suele ser moderado en el primer año de gestión. Por su parte, se prevé que durante este año la evolución de las obras civiles y de la construcción en general se vería impulsada, más que en 2011, por el inicio de trabajos de infraestructura con miras a preparar al país para los retos de los nuevos tratados comerciales y para recuperar aquellas zonas afectadas por la fuerte temporada de lluvias. Así las cosas, a pesar de que Colombia no será inmune al deterioro de la economía mundial, y los riesgos que esto conlleva, podrá contar con una tasa de crecimiento en 2012 no muy alejada de su promedio de largo plazo, la cual será impulsada por la evolución de la demanda interna.

Como es tradicional, para la elaboración de los pronósticos de crecimiento a mediano plazo se utilizaron diferentes modelos que tienen en cuenta los escenarios de riesgo internacional y la balanza de pagos presentados en el capítulo I. Adicionalmente, se tomaron en cuenta los siguientes supuestos sobre la evolución de algunas variables internas: 1) el consumo público crecería entre 3,1% y 5,1%, representado una aceleración con respecto a su tasa de expansión de 2011, como ya se mencionó, y 2) la inversión en obras civiles, por su lado, crecería a una tasa de entre 8,2% y 12,2%, constituyéndose en uno de los agregados con mayor contribución a la expansión del PIB.

Los resultados de los modelos sugieren que en 2012 la demanda interna continuaría siendo el principal motor de crecimiento, mientras que la externa neta tendría una contribución ligeramente negativa. En particular, las proyecciones apuntan a que, con excepción del escenario de menor crecimiento, el consumo de los hogares mostraría un buen dinamismo y se expandiría a una tasa mayor que la promedio de los últimos once años. Esto se daría, inclusive, a pesar de las alzas de las tasas de interés de mercado que enfrentan los hogares, fenómeno que ha obedecido al ajuste de la postura de política con miras a moderar el ritmo de expansión del consumo. En el escenario de menor crecimiento la variación del consumo sería más moderada, pero similar a su promedio desde 2000.

Con respecto a la inversión, las proyecciones son mixtas y marcan un contraste entre la inversión en construcción y la destinada al sector manufacturero. En lo que tiene que ver con la primera, las previsiones indican una aceleración en sus tasas de expansión con respecto a las observadas en 2011. Así las cosas, se estima que durante 2012 la inversión en obras civiles y edificaciones mostraría un importante dinamismo, luego del fuerte invierno que se registró en el país en 2011 y que aminoró el ritmo de las obras. Adicionalmente, para el presente año se estima que se entregarán importantes proyectos que incluyen vías, aeropuertos, así como obras

En 2012 el principal motor de crecimiento será nuevamente la demanda interna.

En inversión los mayores crecimientos se registrarán en construcción de edificaciones y en obras civiles.

de infraestructura eléctrica y para el transporte de gas y petróleo. En lo referente a la construcción de vivienda, parte del impulso provendría de los planes del Gobierno central para construir cerca de un millón de viviendas de interés social en los próximos años. También, en 2012 comenzaría a ejecutarse una buena cantidad de proyectos, lo cual se infiere de la buena dinámica que registraron las licencias de construcción y el crédito en 2011.

Las proyecciones para la inversión diferente de construcción (edificaciones y obras civiles) son menos favorables, pero no pueden llegarse a considerar pesimistas. En 2012 la inversión en maquinaria y en equipo de transporte registraría una desaceleración con respecto a las tasas de crecimiento históricamente altas que se observaron el año anterior. De esta forma, se estima que el comportamiento de estos agregados reflejaría, en alguna medida, la difícil situación económica mundial, vía el canal de la confianza de los inversionistas. Cabe aclarar, no obstante, que a pesar de que en los tres escenarios de pronóstico se estima que la inversión diferente de obras civiles y construcción aumentaría menos que su promedio desde 2000, la participación de este rubro en el PIB no registraría grandes cambios.

En lo referente al flujo comercial, lo más destacable en 2012 sería la desaceleración prevista para las importaciones. Las compras de bienes externos en el presente año se desacelerarían incluso en el escenario de mayor crecimiento mundial y de acuerdo con la dinámica esperada en el consumo de los hogares y en la inversión privada sin construcción. Un menor aumento es previsible, dado el alto nivel que alcanzaron las importaciones en 2011, lo cual se explicó, en parte, por una demanda insatisfecha alta y por bajos costos de financiamiento. Ambas circunstancias serán menos propicias en 2012.

Las exportaciones, por su parte, presentarían también un desempeño menos dinámico que en 2011, aunque en este caso la desaceleración es menos pronunciada. En 2012 las ventas del país registrarían una tasa de expansión superior a su promedio desde 2000 (4,6%) y estarían impulsadas tanto por las ventas de productos tradicionales como por productos manufacturados. Tampoco se prevé un impacto en las exportaciones del TLC con los Estados Unidos, pues se estima que este sólo empezará a tener efectos el próximo año. En términos generales, la mayor desaceleración de las importaciones con respecto a las exportaciones conllevaría para 2012 una contribución levemente negativa del sector externo al crecimiento del PIB.

En 2012 se espera que las exportaciones reales crezcan a una tasa superior a la promedio desde 2000, pese a la situación internacional.

En cuanto al PIB por ramas de actividad, se espera que los sectores de mayor dinamismo en 2012 sean la minería y la construcción, con ritmos de expansión superiores a 8%. Por quinto año consecutivo el sector minero mostraría la tasa de crecimiento más alta entre las grandes ramas de actividad, liderada por la producción petrolera, que podría llegar a bordear a finales del año la cifra récord del millón cien mil barriles de crudo diarios, con el supuesto de que se resuelvan los cuellos de botella en el transporte de crudo. De esta manera, la participación de la minería en el PIB total mantendría su tendencia ascendente, aunque no alcanzaría aún sus registros más altos de 1999. Por su parte, la construcción reflejaría

las considerables inversiones ya comentadas, tanto en el sector de infraestructura como en el de vivienda.

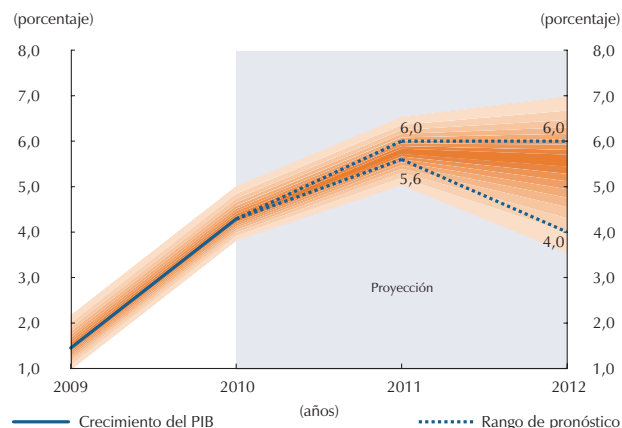
Respecto al sector manufacturero, se espera un comportamiento similar al que se habría registrado en 2011; es decir, un poco por debajo del de la economía en conjunto. Aunque los industriales han diversificado sus destinos de exportación y realizado cuantiosos esfuerzos por renovar su capacidad instalada buscando mejoras en la productividad, algunas industrias aún no superan los problemas que trajo la caída de las ventas a Venezuela desde principios de 2009. Si bien las exportaciones hacia este destino deberían crecer en 2012, sus niveles seguirán lejos de los máximos alcanzados antes. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que la industria colombiana, al igual que la del resto del mundo, se enfrenta

a un proceso de tercerización de la economía. Esta transformación productiva ha implicado un desplazamiento de factores y de capital humano hacia sectores con nuevos excesos de demanda, en los cuales se vienen generando los mayores valores agregados en los últimos años (como es evidente en los casos de los servicios de mercado y financieros).

Con base en todo lo anterior, los escenarios de crecimiento contemplados en este informe no modifican el intervalo de pronóstico del PIB para 2012 presentado en el *Informe sobre Inflación* anterior. De esta forma, se prevé que el PIB colombiano se expandiría a una tasa de entre 4,0% y 6,0%. En esta ocasión, el escenario central ubica la senda más probable un poco por encima del punto medio de dicho intervalo. Sin embargo, el balance de riesgos, que se muestra en los *fan charts* de crecimiento (gráficos 38 y 39), sugiere una mayor importancia de los riesgos a la baja, lo que apunta a una probabilidad no despreciable de que la expansión del PIB en 2012 se ubique por debajo de la senda central. Como se mencionó, los principales riesgos bajistas están asociados con el contexto internacional, que se traducen en sesgos en la demanda externa, la confianza y las transferencias. Por su parte, los riesgos alcistas están relacionados, en especial, con reducciones de costos de materias primas importadas y un mejor desempeño de la demanda interna, principalmente en su componente público.

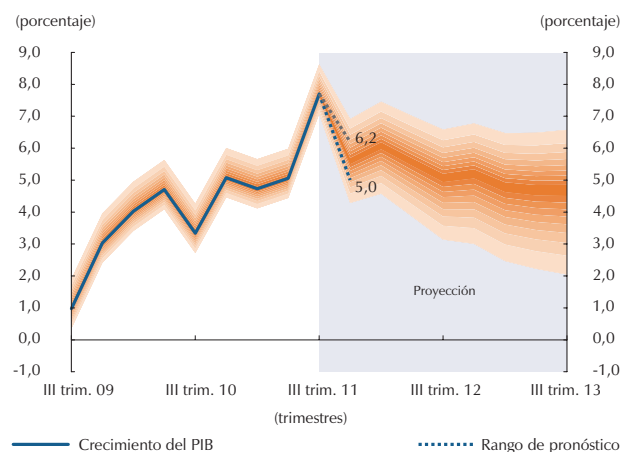
Dadas estas proyecciones de crecimiento, las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República sugieren que para 2012 la brecha de producto aumentaría con respecto a 2011. El *fan chart* muestra que, si bien el intervalo de la brecha está entre

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



Fuentes: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral (promedio anual)



Fuentes: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 40
Fan chart de la brecha del producto
(promedio anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

-0,5% y 2,5%, la senda más probable está claramente en terreno positivo (Gráfico 40). Esto indica que, tal como se publicó hace unos meses, la brecha del producto se cerró por completo a mediados de 2011, y en 2012 se espera que se amplíe con respecto a tales niveles.

Por otro lado, el reciente comportamiento de la economía y de la creación de empleo respalda las estimaciones presentadas en el informe trimestral anterior, relacionadas con la brecha del mercado laboral. Con información del DANE a noviembre de 2011 se reafirmó la caída de la tasa de desempleo a niveles consistentes con una inflación estable (o Nairu, por su sigla en inglés). En la actualidad la brecha del mercado laboral se cerró completamente, por lo

que para 2012 se esperan alzas en la demanda de trabajo, ajustes más fuertes en salarios y, en consecuencia, mayores probabilidades de presiones inflacionarias en lo que a esto respecta.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

Los pronósticos de inflación para los próximos ocho trimestres aumentaron en este informe frente a los presentados en el de septiembre. Esto sucedió pese a que la incertidumbre en los mercados sobre la estabilidad financiera y fiscal en Europa siguió siendo alta en el cuarto trimestre del año y a que esta situación ya había empezado a repercutir en los resultados y pronósticos de crecimiento de esa economía y de algunos otros países avanzados y emergentes. En principio, dichas circunstancias deberían conducir a una disminución de las presiones inflacionarias globales, que podrían transmitirse a la economía colombiana mediante diversos canales, entre ellos una menor demanda por exportaciones y precios internacionales de alimentos y materias primas más bajos.

Sin embargo, los ejercicios de pronóstico efectuados por el equipo técnico del Banco indican que, si la situación internacional no se deteriora aún más y la crisis en Europa logra ser detenida, como cabría esperar después de las diferentes acciones emprendidas por las autoridades económicas mundiales, la economía colombiana podría continuar expandiéndose a un ritmo comparable, o incluso superior, al observado en promedio durante los últimos diez años (4,4%), con lo que las presiones inflacionarias no tendrían por qué ceder, e incluso tenderían a aumentar. Esta afirmación se basa en varias consideraciones.

En primer lugar, pese al delicado contexto externo, los pronósticos de los términos de intercambio para Colombia no se redujeron de manera importante frente

Los pronósticos de los términos de intercambio para Colombia no se redujeron de manera importante frente a lo observado en 2011.

La débil demanda externa no será un factor que frene los ajustes de precios.

a lo observado en 2011 y, de hecho, aumentaron respecto a lo considerado en el informe trimestral anterior. Ello en buena parte obedece a que las perspectivas del precio del petróleo siguieron siendo muy buenas, no obstante un leve descenso previsto en 2012 en términos del promedio anual. Además de apoyar más al crecimiento interno, la menor disminución proyectada en los precios internacionales de los combustibles, junto con pocas caídas anticipadas en los precios de los alimentos, implica menores presiones desinflationarias frente a las contempladas en el informe de septiembre.

En segundo lugar, porque el principal socio comercial de Colombia (los Estados Unidos) continuaría creciendo en 2012 a una tasa similar a la de 2011 y a la contemplada en el informe anterior. Adicionalmente, aumentaron las proyecciones para Ecuador y Venezuela¹¹, dos socios importantes cuyas economías están estrechamente vinculadas al petróleo, y se mantuvieron las de las principales economías emergentes. De esta forma, el PIB de los socios comerciales de Colombia no se revisó sustancialmente, y aunque se prevé una desaceleración frente a 2011, la cifra proyectada garantizaría la expansión de las exportaciones no tradicionales del país, contribuyendo al crecimiento de la demanda. Así, la demanda externa no será un factor que frenaría los ajustes de los precios internos en 2012.

En tercer lugar, en esta oportunidad la confianza de inversionistas y consumidores ha sido poco contagiada por los eventos internacionales, lo que, unido a un crédito interno y externo que ha seguido fluyendo, permite anticipar un buen comportamiento de la demanda interna en 2012. Asimismo, para este año se espera un impulso adicional en la inversión de obras civiles y una mayor capacidad de ejecución del gasto, según los anuncios del gobierno. Por tanto, la demanda interna tampoco será una fuente de disminución de presiones inflacionarias. Todo lo contrario, en la medida en que su crecimiento en el tercer trimestre superó las previsiones del equipo técnico del Banco, los pronósticos han tendido a aumentar y, con ello, la probabilidad de que surjan presiones inflacionarias de demanda en 2012.

A las consideraciones anteriores hay que añadir dos elementos que tienden a elevar los pronósticos de inflación y que no estaban presentes hace tres meses. Uno de ellos es el relacionado con la recuperación que se ha observado en el mercado laboral en la segunda mitad del año, que deberá continuar en 2012 si se confirman los pronósticos de crecimiento presentados en la primera parte de este capítulo. En estas condiciones cabe esperar un mercado laboral mucho menos holgado que en los tres años anteriores, lo cual tenderá a presionar al alza los salarios, sobre todo el de los trabajadores más calificados, con efectos sobre los costos de producción y los precios al consumidor.

Los pronósticos para la demanda interna han aumentado y con ello la probabilidad de que surjan presiones sobre los precios en 2012.

11 Pese a la caída pronunciada de las exportaciones a Venezuela a partir de 2009 y a que estas en la actualidad se encuentran en niveles muy bajos respecto a los observados en 2008, su participación en las ventas externas de productos colombianos diferentes a las materias primas es de 17%, algo no despreciable.

Asimismo, el reajuste del salario mínimo de 5,8% para 2012 resulta alto en relación con la meta establecida por el Banco, si se tiene en cuenta que la ganancia en la productividad del trabajo en Colombia no ha tendido a superar el 1% por año. Dado que el salario mínimo es devengado por un porcentaje importante de la fuerza laboral en Colombia y, además, es un referente clave en las renegociaciones de salarios de trabajadores poco o medianamente calificados, un reajuste en la magnitud señalada puede traducirse en aumentos en los costos laborales por unidad de producción. Esto, a su vez, tiende a traducirse en ajustes de precios superiores a los que son compatibles con el cumplimiento de la meta de inflación.

El otro elemento tiene que ver con el comportamiento de las expectativas de inflación, las cuales mantuvieron una tendencia ascendente, de acuerdo con la mayoría de mediciones, y continuaron por encima del punto medio del rango meta. Ello, pese a la disminución de la inflación anual al consumidor en noviembre y diciembre.

Por ejemplo, el indicador obtenido a partir de la encuesta mensual realizada por el Banco a operadores del mercado financiero a comienzos de enero muestra que a un horizonte de doce meses la inflación esperada es 3,6%, significativamente mayor que la prevista en septiembre (3,3%) y por encima de todos los registros desde mayo de 2010 (Gráfico 41). El aumento de las expectativas para la inflación básica (IPC sin alimentos en particular) obtenida de la misma encuesta también ha sido importante: a comienzos de enero esta se situaba en 3,3%, consistente con la tendencia ascendente de la variable observada.

Las expectativas a mediano y largo plazos obtenidas a partir de los TES (Gráfico 42) también han presentado aumentos significativos en los últimos tres meses. Con cifras de la tercera semana de enero de 2012, la inflación esperada a 2, 3 y 5 años se encontraba cerca de 4%. Por su parte, las expectativas de inflación a doce meses, de la encuesta trimestral del Banco recogida en la primera semana de enero, si bien no aumentaron, sí se mantuvieron por encima del punto medio del rango meta (Gráfico 43).

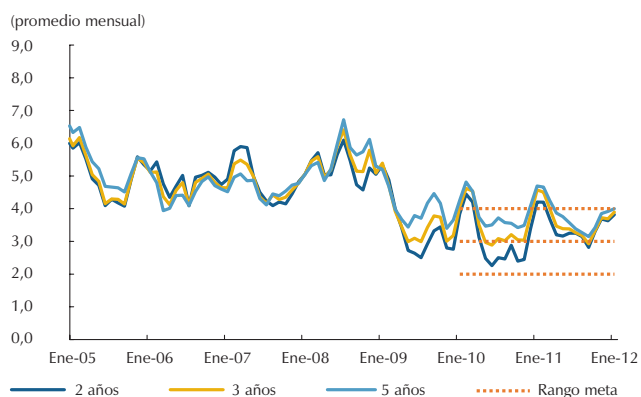
Unas expectativas de inflación en ascenso y superiores al 3% a comienzos de año hacen más difícil la tarea de convergencia de esta variable hacia el punto medio del rango meta en 2012. Como se sabe, durante el primer trimestre de cada año un componente importante de los precios al consumidor es renegociado, y con las expectativas relativamente altas y ancladas en la inflación de diciembre es probable que los ajustes también tiendan a ser altos en términos relativos. Esto es evidente para el

Gráfico 41
Pronóstico de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa



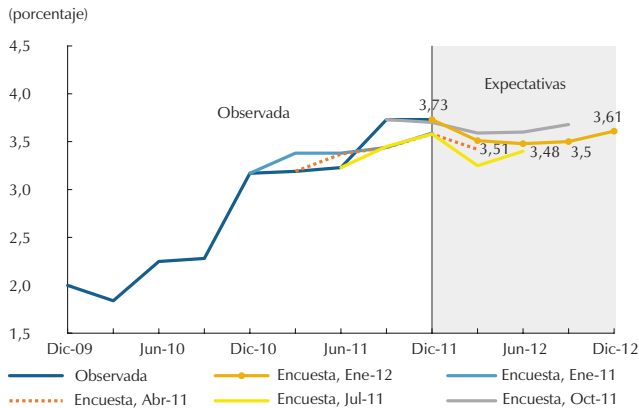
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 42
Expectativas de inflación derivadas de los TES (a 2, 3 y 5 años)^{a/}



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

Gráfico 43
Encuesta trimestral de expectativas
Inflación observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, nueve y doce meses)
(inflación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

caso del IPC de no transables que abarca un gran número de servicios, cuyos precios están indexados.

Todo lo anterior sugiere que en el último trimestre del año tendieron a materializarse varios de los riesgos alcistas sobre la inflación que fueron identificados en el *Informe sobre Inflación* de septiembre, y por ello la senda central de pronóstico, tanto para la inflación total como para la básica (IPC sin alimentos), se expandió a uno y dos años. En particular, se observó un mayor dinamismo de la demanda interna, unos mayores precios del petróleo y una mayor transmisión de la depreciación de la segunda mitad del año a los precios al consumidor.

Los aumentos en los pronósticos también se presentaron en el caso de las subcanastas de regulados, no transables y alimentos. Para regulados, aunque se esperan ajustes para 2012 menores que los observados en 2011, la senda de pronóstico aumentó respecto al informe anterior. La explicación para este cambio se encuentra en el aumento en la proyección del precio internacional del petróleo para 2012, que implicará ajustes mayores en los precios internos de los combustibles frente a los inicialmente previstos. Adicionalmente, en los últimos meses se hicieron evidentes cuellos de botella en el suministro de algunos de estos servicios (en especial gas domiciliario) que tenderán a generar alzas no contempladas hace tres meses.

Los aumentos en la senda de pronósticos para no transables sin alimentos ni regulados fueron leves, pero significativos, dada la ponderación de este componente (30,5% del IPC total) y la causa subyacente. Como se señala en la sección anterior de este capítulo, la revisión al alza de la proyección del PIB y de la demanda interna para finales de 2011, así como las buenas posibilidades de expansión para 2012 (pese al complicado panorama externo), elevaron la estimación de brecha del producto para ambos años, lo que impactó la proyección del IPC no transable.

Así, en este informe se considera que las presiones de demanda desempeñarán un papel más importante en los próximos dos años que lo estimado anteriormente. Los ajustes de la tasa de interés de referencia efectuados por el Banco en meses recientes tenderán a atenuar esta tendencia, sobre todo a partir de la segunda mitad del año y, en especial, en 2013. Mientras tanto, se estima que la variación anual de no transables podría presentar una tendencia ligeramente alcista. Cabe señalar que los pronósticos actuales contemplan la introducción de la gratuidad universal de la educación pública básica¹², junto con mayores controles anunciados sobre los ajustes de los servicios financieros¹³.

Los aumentos en la senda de pronósticos para el IPC no transable fueron leves pero significativos.

12 Decreto 4807 del 20 de diciembre, del Ministerio de Educación Nacional.

13 Decreto 4809 del 20 de diciembre, del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

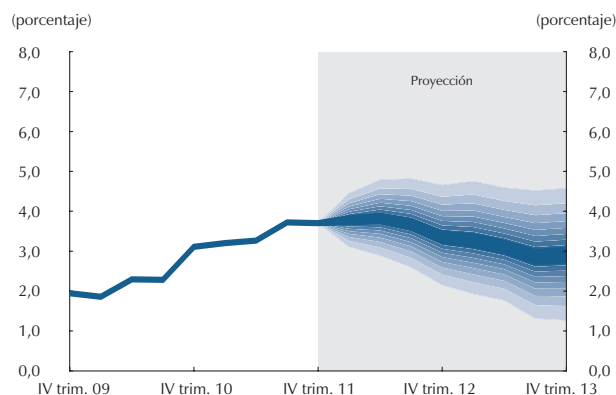
La inflación total y la básica se mantendría en niveles similares a los actuales en los próximos tres trimestres.

En alimentos se supone que las condiciones del clima se normalizarían en la media en que el fenómeno de La Niña decaiga gradualmente durante el primer semestre de 2012. No obstante, la proyección se elevó un poco al contemplar alzas futuras en el precio del petróleo, un rubro estrechamente conectado en los ámbitos externo y local con el de los alimentos, como se ha demostrado en informes pasados. En cualquier caso, la variación anual de alimentos deberá descender de los niveles actuales a partir de julio, pero sobre todo en 2013.

Los pronósticos del IPC de transables sin alimentos ni regulados no se modificaron en este informe, pese a que los ejercicios anteriores subestimaron los resultados finales, denotando una mayor transmisión de la depreciación del tipo de cambio y un mayor efecto de la demanda. Sin embargo, como se menciona en el primer capítulo, la incertidumbre en las economías avanzadas ha llevado a extender los pronósticos de tasas de interés internacionales muy bajas hasta 2014, cuando en el informe de septiembre se suponía que estarían en esos niveles solo hasta 2013. Esta nueva circunstancia se traduce en menores presiones sobre la depreciación del peso, las cuales permitirían mantener la variación anual de transables en niveles relativamente bajos en 2012 y 2013, aunque superiores a los observados en el pasado. De todas maneras, se estima que este indicador puede aumentar un poco en los próximos dos trimestres.

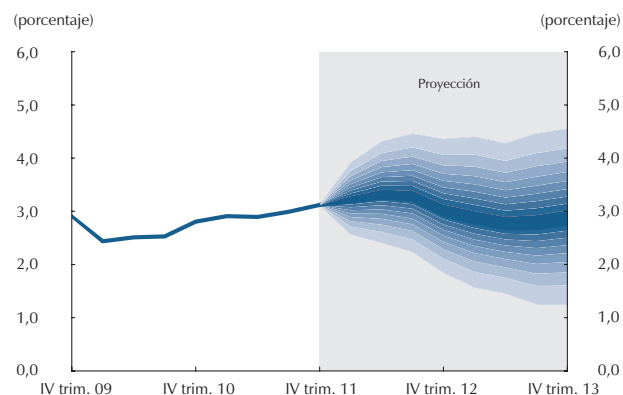
Así las cosas, la senda central del pronóstico (gráficos 44 y 45) muestra que la inflación total y la básica se mantendrían en niveles similares a los actuales en los próximos tres trimestres, y que a partir del cuarto trimestre comenzarían a converger al punto medio del rango meta, terminando el año un poco por debajo del nivel de diciembre de 2011. Como es usual, esta proyección supone una política monetaria activa y, además, que la situación internacional no se deteriora fuertemente, pese a la recesión moderada que se espera en Europa durante la primera mitad del año.

Gráfico 44
Fan chart de la inflación total



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 45
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La amplitud del balance de riesgos para la inflación se mantuvo elevada debido a la gran incertidumbre en el entorno internacional.

C. BALANCE DE RIESGOS

En esta oportunidad el balance de riesgos está más balanceado frente al del informe trimestral anterior, aunque la amplitud de los rangos se mantiene elevada, reflejando la gran incertidumbre que aún existe en el entorno internacional. Asimismo, como se mencionó, la senda central se elevó con respecto a lo presentado hace tres meses. Todo ello se expone en los *fan chart* para la inflación total al consumidor y sin alimentos (gráficos 44 y 45).

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

- *Un mayor dinamismo de la demanda interna que el previsto.* La senda central de pronóstico supone que los ajustes a la política monetaria de meses anteriores, junto con una demanda externa más débil, moderarían el crecimiento de la demanda interna. Sin embargo, como se señala en las secciones precedentes, a la fecha los indicadores de gasto disponibles y de confianza de consumidores y empresarios continúan apuntando hacia un fuerte dinamismo de la demanda interna en 2012, similar al de 2011. Asimismo, la inversión en obras civiles puede terminar dando una sorpresa positiva, dados los anuncios de nuevos proyectos hechos en meses anteriores. Por otro lado, parte de la moderación en el crecimiento de la demanda supone una disminución en el ritmo de expansión del crédito, el cual podría tardar más de lo previsto; sobre todo si se tiene en cuenta que las tasas de interés activas reales aún son bajas, comparadas con sus promedios desde 2000, pese a que han respondido a los ajustes de la tasa del Banco. Todo esto se daría en momentos cuando la brecha del producto es positiva, por lo que las presiones sobre precios, tanto de transables como de no transables y alimentos, podrían exacerbarse.
- *Un impacto de los costos salariales sobre los precios mayor al previsto.* El ejercicio de pronóstico puede estar subestimando el aumento de los salarios en 2012 o su impacto en los costos de producción y en los precios. En particular, la presión alcista del aumento del salario mínimo sobre los precios no transables podría no estar contemplada completamente en la senda central. Esto, dado que existe un gran número de mecanismos de indexación, estipulados en contratos de precios y salarios, que podrían transmitir estas alzas a los precios y a las expectativas de inflación. Cabe señalar que los modelos utilizados en este informe capturan de manera parcial el canal del mercado laboral y los salarios.
- *Precios de los alimentos más altos por problemas climáticos.* Aunque el fenómeno de La Niña está cediendo gradualmente, su desaparición completa solo sucederá a finales del segundo trimestre de 2012. De esta forma, todavía no se pueden descartar impactos negativos sobre la producción agropecuaria, en especial en la temporada de lluvias que se inicia en los meses de marzo y abril. Además, incluso si esta no llega a ser mucho más intensa de lo normal, los efectos acumulados de las excesivas

El ejercicio de pronóstico puede estar subestimando el aumento de salarios o su impacto en los costos de producción y en los precios.

lluvias de meses anteriores han hecho más vulnerables al transporte y a la producción agrícola del país.

- *Una mayor transmisión de la devaluación de la tasa de cambio ya observada a los precios internos.* Entre septiembre y diciembre de 2011 la devaluación registrada en la tasa de cambio fue mayor a la prevista, lo que ha generado una aceleración significativa de la inflación del IPC de transables sin alimentos ni regulados. En las primeras semanas del año parece que esas presiones se han disipado; sin embargo, los traspasos de la devaluación registrada en el último trimestre podrían perdurar unos meses más. Adicionalmente, en un entorno como el actual la volatilidad de la tasa de cambio es mayor, lo cual dificulta prever la dinámica del IPC de transables sin alimentos ni regulados.
- *Choque por cuenta de reforma al IVA.* El Gobierno anunció recientemente la intención de presentar una reforma tributaria este año, la cual abarcaría al impuesto de valor agregado (IVA). Aunque aún no se conoce el contenido definitivo de este proyecto, debe tenerse en cuenta que en el pasado las modificaciones al IVA han tenido algún impacto sobre precios. Estos choques son en principio transitorios, pero terminan teniendo un impacto de largo plazo sobre la inflación mediante los mecanismos de indexación y de las expectativas, que siguen siendo adaptativas en un porcentaje importante¹⁴.

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

- *Deterioro de la demanda mundial mayor al previsto.* La probabilidad de un deterioro adicional de las economías de la zona del euro y de la global no es despreciable, aunque han habido señales positivas en los mercados financieros y reales desde finales de año, sumado a que varios indicadores de riesgo se han estabilizado. En particular, existe el riesgo de que la leve recesión que se vaticina en Europa para el primer semestre de 2012 se traduzca en una más profunda debido a los fuertes programas de ajuste fiscal en países como Italia, España y Portugal. Tampoco se pueden descartar problemas de solvencia respecto a la deuda pública en algunas de estas economías, pese a las caídas recientes de las primas de riesgo. Situaciones como esta podrían generar impactos sobre la demanda mundial que no están plenamente contemplados en los pronósticos presentados. En caso de suceder esto, se esperarían efectos desinflacionarios para el país, vía caídas en las demandas externa e interna y en los precios internacionales de las materias primas. Estos choques predominarían sobre las presiones alcistas

14 Recientemente la Dirección de Aduanas e Impuestos Nacionales (DIAN) hizo públicos los resultados de un estudio que señala que, de aprobarse alguno de cinco escenarios contemplados para el cobro del IVA, incluidos en el proyecto de Reforma Tributaria por presentarse al Congreso en marzo, la inflación al consumidor aumentaría entre 0,5 y 2,0 pp. Los resultados corresponden al documento elaborado por Javier Ávila y Ángela Cruz, de la DIAN, "Elementos para la discusión de una reforma del IVA", enero de 2012.

El análisis de riesgos sugiere que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de 4% a finales de 2012 sigue siendo alta.

originadas en una mayor depreciación del peso, similar a lo ocurrido en la crisis de 2008-2009.

- *Menores precios por la puesta en marcha del tratado de libre comercio (TLC).* Los efectos de la firma del TLC con los Estados Unidos podrían comenzar a sentirse en la segunda mitad de 2012 y sobre todo en 2013. La desgravación de algunos productos importados podría contribuir a menores presiones inflacionarias en la canasta del IPC de transables. Adicionalmente, la evidencia muestra que los tratados comerciales estimulan la inversión; así, mayores flujos de capital hacia la economía colombiana podrían generar una tendencia de apreciación en la tasa de cambio con efectos bajistas sobre el IPC de transables, principalmente.

A pesar del sesgo al alza, el análisis de riesgo o *fan chart* sugiere, con una alta probabilidad, que la inflación total se ubicaría por debajo del 4% en 2012 y 2013. Algo similar ocurre para el caso de la inflación básica medida con el IPC sin alimentos. Conviene recordar que estos resultados, al igual que el pronóstico central, suponen una política monetaria activa donde la tasa de referencia se ajusta para garantizar el cumplimiento del punto medio del rango meta de largo plazo (3%).

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA DE LARGO PLAZO

Al tercer trimestre de 2011 los precios reales de la vivienda en Colombia continuaron aumentando y se ubicaron en niveles históricamente altos.

El comportamiento de algunas variables muestra que la economía colombiana no se encuentra en un auge crediticio, aunque sí se podría estar acercando.

En 2012 el déficit de la cuenta corriente se podría ampliar. Si este pronóstico se ratifica, dicho valor estaría dentro del 30% de los datos más atípicos.

Como se ha venido presentando desde hace algún tiempo, en este capítulo se hace un seguimiento al comportamiento de ciertas variables clave para la economía, de tal forma que se pueda identificar un posible surgimiento de desequilibrios macroeconómicos. Ante posibles escenarios de sobrevaloraciones en los precios de los activos, de excesos de endeudamiento o de déficits no sostenibles de la cuenta corriente, la adecuada y eficiente coordinación de las políticas monetaria, fiscal, regulatoria y macroprudencial permitirá atenuar o disminuir los efectos negativos de dichos desbalances sobre la estabilidad del sistema financiero y de la economía en general.

El anterior seguimiento y su divulgación puede verse en sí misma como una medida de política macroprudencial. Si los agentes incorporan en sus decisiones estos posibles riesgos, se disminuye la probabilidad de una futura crisis.

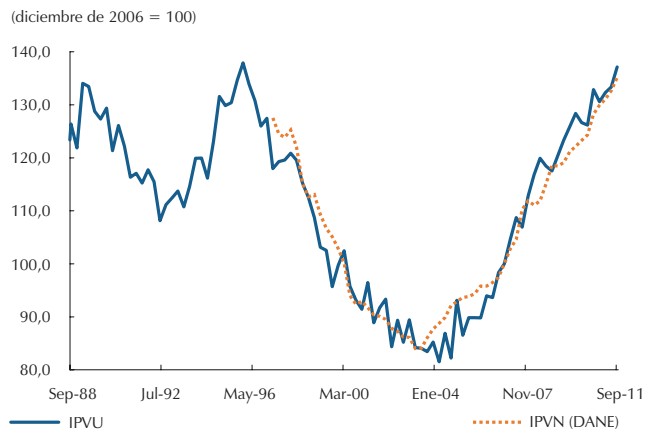
El seguimiento y la divulgación de posibles formaciones de desbalances macroeconómicos es una medida de política macroprudencial.

A. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA

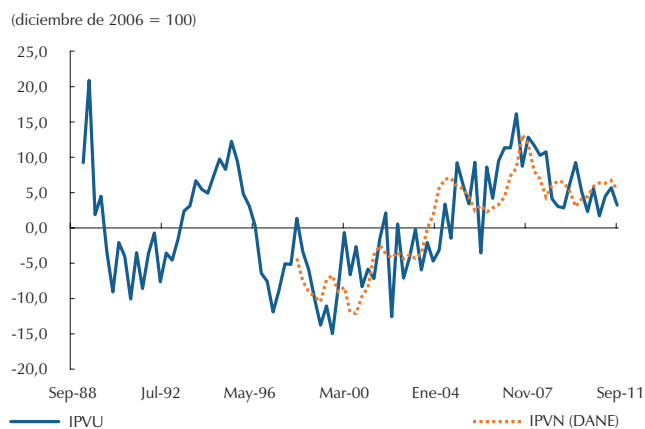
Al tercer trimestre de 2011 los precios reales de la vivienda nueva (IPVN) y usada (IPVU) en Colombia continuaron aumentando y se ubicaron en niveles históricamente altos (Gráfico 46, panel A). A septiembre la tasa de crecimiento real promedio del IPVU se ubicó en 4,4% y la del IPVN fue 6,1% (Gráfico 46, panel B).

Gráfico 46

A. Índices del precio de la vivienda relativo al IPC

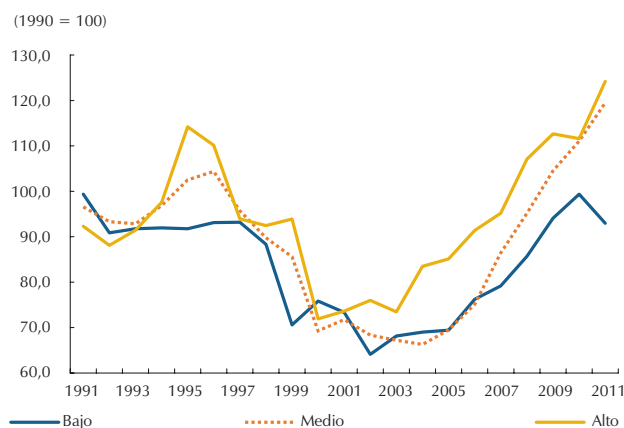


B. Variación anual del IPVU e IPVN



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 47
IPVU real por estratos



Fuente: Banco de la República.

Pese a lo anterior, desde finales de 2007 los ritmos de crecimiento han sido a la baja.

En 2011 los incrementos en el IPVU se concentraron en los estratos medios y altos, con crecimientos reales de 7,6% y 11,1%, respectivamente. Por su parte, los precios en los estratos bajos registraron una caída anual de 6,5% (Gráfico 47).

La anterior tendencia puede explicarse tanto por factores de oferta como de demanda. Por el lado de la oferta, las restricciones de oferta de suelo urbanizable y la destrucción de tierras debido a los fenómenos climáticos pueden explicar parte de las presiones alcistas sobre el precio de la tierra. Adicionalmente, el índice de costos de construcción de vivienda, que incluye los precios de materiales, mano de obra y maquinaria y equipo, se incrementó (en términos relativos frente al IPC) 1,3% en promedio anual durante 2011. Respecto a los factores de demanda se tienen los cambios demográficos, el aumento de la población económicamente activa y las migraciones hacia las ciudades o hacia el país, entre otros. Sin embargo, estos hechos están más relacionados con la tendencia creciente de los precios de la vivienda en el mediano y largo plazos que con la aceleración en el corto plazo.

En el corto plazo existe un grupo de factores que puede estar impulsando la demanda de vivienda en Colombia. En primer lugar, dadas las pérdidas que han enfrentado las familias en los mercados mundiales, además de la incertidumbre y volatilidad internacionales, la inversión en vivienda en el país es relativamente más atractiva. La crisis en los países desarrollados también pudo haber cambiado el destino de una parte de las remesas que los trabajadores envían a Colombia, dirigiéndolas a la compra de inmuebles.

Como lo sugieren algunos estudios internacionales sobre crisis pasadas en el mercado inmobiliario, los auges en los precios de la vivienda (que antecedieron dichas crisis) también fueron estimulados por subsidios en este sector. En el caso colombiano, los principales subsidios en este sector están dirigidos a las tasas de interés para la compra de vivienda, la devolución del impuesto al valor agregado (IVA) a los constructores de vivienda de

La cartera del sistema financiero continuó creciendo a tasas nominales superiores al 20% anual.

interés social y los beneficios tributarios de las cuentas de ahorro para el fomento de la construcción (AFC).

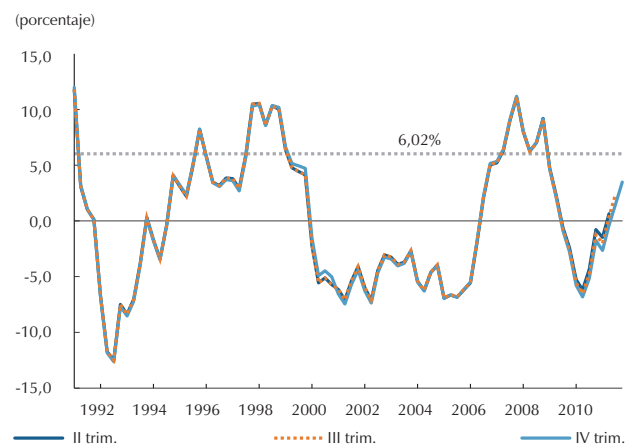
El principal riesgo en este sector es que las expectativas sobre el incremento del precio de la vivienda no terminen materializándose. En un contexto de alta confianza, buena dinámica de la demanda interna, mercado laboral favorable y fuertes entradas de capital, los agentes pueden pensar que el crecimiento de los precios en el sector inmobiliario continuará en el largo plazo, lo que puede llevar a que aumenten su endeudamiento a niveles elevados, no solo en créditos hipotecarios sino de consumo. De presentarse una caída abrupta no prevista en los precios de la vivienda o en alguna variable que deteriore el ingreso de las familias, se puede llegar a una situación no sostenible y, por tanto, al no pago de los créditos, generando inestabilidad en el sistema financiero.

B. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

En el cuarto trimestre de 2011 la cartera del sistema financiero continuó creciendo en términos nominales a tasas anuales superiores al 20% (alrededor de dos veces el crecimiento del PIB nominal estimado para 2011). Durante el segundo semestre del año el crédito hipotecario aumentó a una tasa cercana al 17% y el crédito de consumo lo hizo en promedio a tasas anuales de 25%; este último completó nueve meses con tasas de crecimiento nominales mayores al 20%. Por su parte, a diciembre la cartera comercial se expandió 19,5% anual.

En cuanto a la calidad del crédito, la cartera vencida sobre PIB y la cartera en riesgo sobre PIB se encuentran aún en niveles inferiores al promedio de las series. Sin embargo, en el segundo semestre hasta noviembre, el crecimiento anualizado de la cartera de consumo vencida y en riesgo superó ampliamente el ritmo promedio del total del crédito de consumo. Esta última dinámica de los indicadores de riesgo de cartera podría no ser buena señal para algunos establecimientos de crédito.

Gráfico 48
Componente cíclico: cartera real per cápita

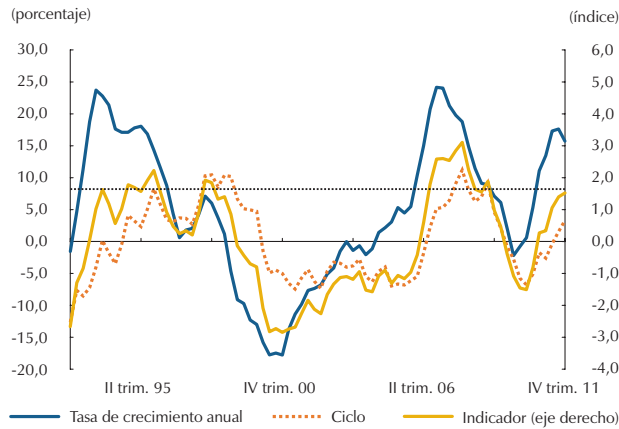


Fuente: Banco de la República.

Para establecer qué tan lejos está la economía colombiana de un auge de crédito, se actualizó el ejercicio presentado en el *Informe sobre Inflación* de julio de 2011, con información al cuarto trimestre del año. De acuerdo con la metodología de Mendoza y Terrones (2008) se estima que el componente cíclico del crédito per cápita en el cuarto trimestre de 2011 ascendió a 3,3%, mientras que el umbral definido como auge es 6,02% (Gráfico 48).

Algunos ejercicios del equipo técnico muestran que en el caso colombiano los auges de crédito son precedidos por altas tasas de crecimiento del mismo, con un rezago de cuatro a ocho trimestres. Es importante anotar que,

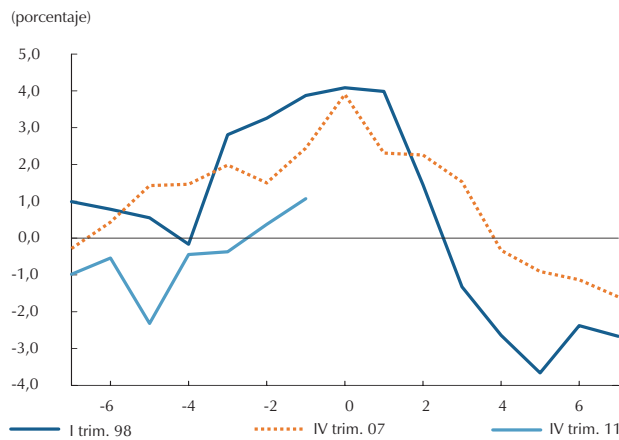
Gráfico 49
Indicador combinado de ciclo y crecimiento crediticio



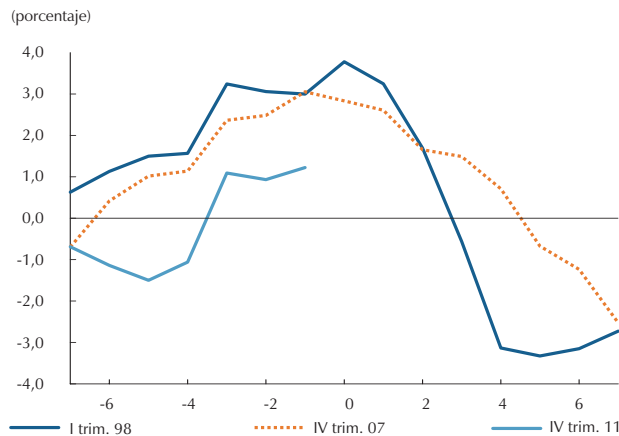
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 50

A. PIB real



B. Consumo real



Fuente: Banco de la República.

según la evidencia analizada por Mendoza y Terrones (2008), cerca de 60% de estos auges son precedentes de un escenario de crisis.

Lo anterior implica que la tasa de crecimiento real del crédito per cápita puede utilizarse como un indicador de futuros excesos crediticios. Sin embargo, cuando su nivel se sitúa por debajo de su tendencia y comienza a recuperarse con altas tasas de crecimiento este indicador puede enviar señales erróneas y, por tanto, no debería anticiparse un auge. Para aislar estos casos se construyó un indicador que combina la tasa de expansión anual del crédito con su componente cíclico (medido por la desviación respecto al filtro de Hodrick-Prescott como en Mendoza y Terrones)¹⁵ (Gráfico 49). Este indicador detecta períodos en los cuales el crédito registró altas tasas de crecimiento desde niveles cercanos o por encima de su tendencia. De esta forma, tomando como umbral de riesgo una desviación estándar, se identificaron señales de riesgo durante todo 1995, entre el cuarto trimestre de 1997 y el primero de 1998, y entre el tercero de 2006 y el mismo período de 2008. Para los meses recientes se observa una tendencia creciente del indicador, pero que aún se encuentra por debajo del umbral de una desviación estándar.

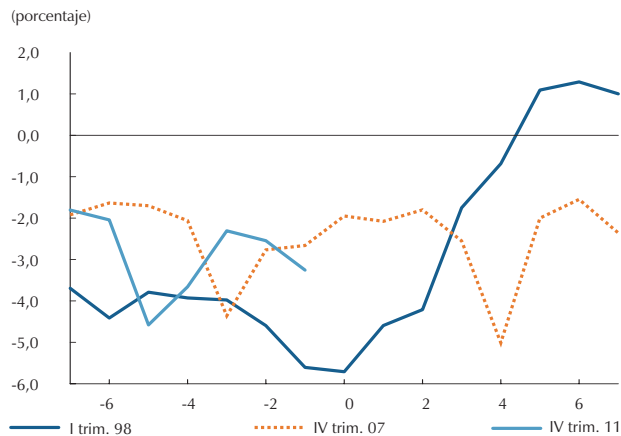
Con el fin de analizar la situación actual de la economía colombiana, se estudió el comportamiento de algunas variables de demanda interna, del sector externo y el precio de las acciones, siguiendo la metodología de Mendoza y Terrones (2008). Para tal efecto, se identificaron dos períodos de auge crediticios¹⁶, en donde la fecha que corresponde al punto más elevado de cada auge se supuso como punto cero; el resto de las variables se centraron en dichos puntos. En el paso siguiente los datos más recientes a septiembre de 2011 de cada variable se situaron en la gráfica con el supuesto de que estaban a un trimestre atrás del punto cero. Los gráficos 50 a 52 presentan la evolución de las variables mencionadas, suponiendo un auge de

15 Se toma el crecimiento anual por ser menos volátil que el mensual o trimestral. La combinación es la suma simple de los valores estandarizados del ciclo y el crecimiento.

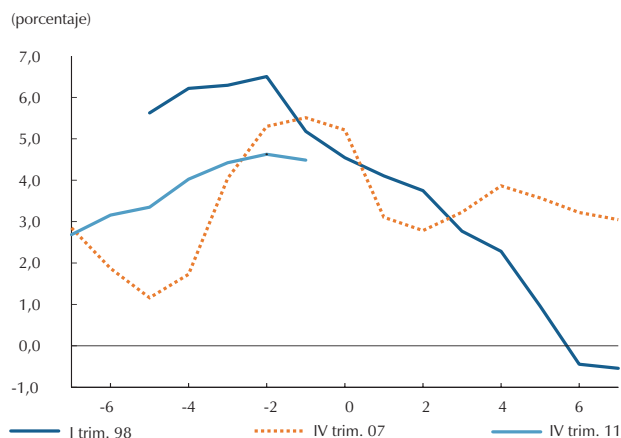
16 Utilizando una ventana que inicia siete períodos antes de los puntos definidos como auges crediticios: el primer trimestre de 1998 y el cuarto de 2007.

Gráfico 51

A. Cuenta corriente / PIB (porcentaje del PIB)

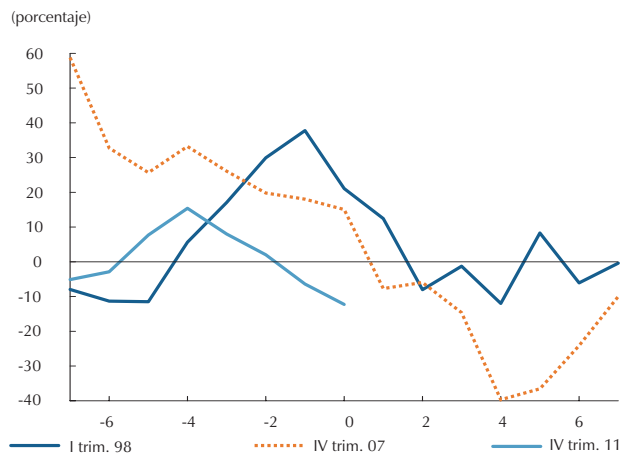


B. Entrada neta de capitales a la economía / PIB



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 52
Precio real de las acciones



Fuente: Banco de la República.

crédito en el cuarto trimestre de 2011, lo que se compara con la evolución de las mismas variables en los auges crediticios pasados.

El Gráfico 50 muestra que las variables de demanda interna continúan creciendo por encima de su tendencia de largo plazo. En particular, el PIB y el consumo llevan dos y tres trimestres consecutivos con un componente cíclico positivo. De igual manera, la evolución de las variables analizadas del sector externo es consistente (de acuerdo con la metodología de Mendoza y Terrones), con la formación de un auge de crédito, al mostrar que hay una ampliación del déficit de la cuenta corriente y una creciente entrada de capitales (Gráfico 51).

Por otro lado, el componente cíclico de los precios de las acciones en los últimos cinco trimestres ha mostrado una continua caída (Gráfico 52). Este comportamiento es similar al registrado por el precio de las acciones en los auges de crédito anteriores, y consistente con los hallazgos reportados por Mendoza y Terrones (2008).

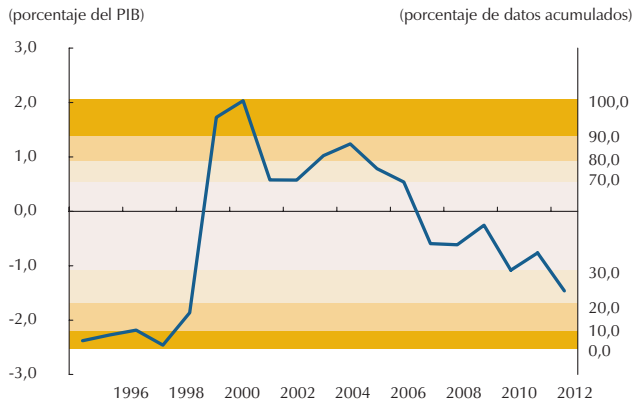
De esta forma, el comportamiento de las variables de demanda interna y del sector externo, junto con los valores positivos del componente cíclico de la cartera y su crecimiento, muestran que, aunque todavía la economía colombiana no se encuentra en un auge crediticio, sí se podría estar acercando.

C. DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE

Por el lado del balance externo, la proyección de balanza de pagos para el año 2012 considera un déficit en cuenta corriente entre 3,0% y 3,7% del PIB, ampliándose respecto a lo estimado para 2011 (cerca al 3%). Al comparar dicho déficit con el promedio de las medidas de equilibrio¹⁷, la brecha calculada muestra

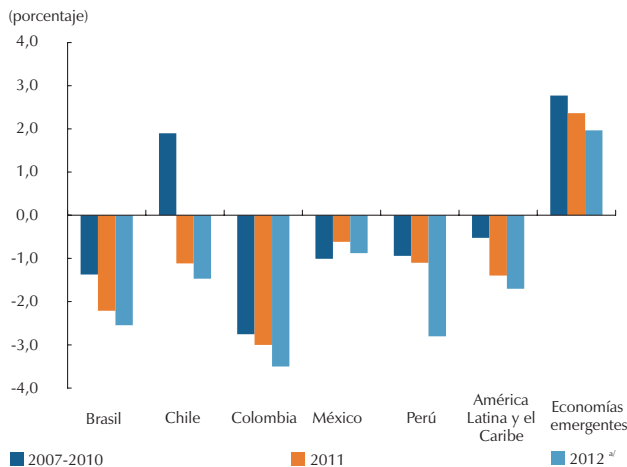
17 Se toma el promedio de tres estimaciones de equilibrio de cuenta corriente: i) la estimación panel de 38 países en desarrollo entre 1970 y 2008, en la que se toman como determinantes: el balance fiscal, los activos externos netos, el ingreso relativo, la razón de dependencia y la volatilidad de los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

Gráfico 53
Brecha de la cuenta corriente y percentiles^{a/}



a/ La brecha se calcula como cuenta corriente/PIB observada menos promedio de las estimaciones de equilibrio de las cuenta corriente/PIB. Los percentiles son calculados con información desde 1995.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 54
Cuenta corriente observada (porcentaje del PIB)



a/ Proyectado a 2012.
Fuentes: FMI y Banco de la República.

que el déficit previsto para 2012 se encuentra dentro del 30% de los datos más atípicos (Gráfico 53).

Se debe resaltar, sin embargo, que las anteriores medidas de equilibrio no tienen en cuenta factores que influyen en la sostenibilidad del balance en cuenta corriente, como lo son las fuentes, la estructura y el plazo de su financiamiento, así como el tipo de gasto que está financiando. Por ejemplo, países que experimentan un fuerte incremento en las importaciones de consumo financiadas con endeudamiento externo de corto plazo pueden llegar a déficit de cuenta corriente no sostenibles.

Por el contrario, economías en donde gran parte de sus importaciones se direccionan a la inversión de capital, o en los cuales el incremento en la remisión de utilidades está muy correlacionado con el aumento de las exportaciones de los commodities que produce, podrían sostener un déficit más elevado. Más aún, si la fuente de su financiamiento es inversión extranjera directa (IED).

En los últimos cinco años, las anteriores características podrían estar explicando la ampliación de la brecha entre el nivel observado de la cuenta corriente y su nivel estimado de largo plazo. El déficit en cuenta corriente pasó de US\$2.988 m en 2006 (1,8% del PIB) a cerca de US\$10.000 m de acuerdo con la proyección de 2011. Dicha ampliación se ha originado, principalmente, en la remisión de utilidades, que pasó de US\$4.591 m en 2006 (0,2% del PIB) a US\$13.000 m (0,4% del PIB) según la proyección para 2011. En particular esta remisión se explica por las utilidades y dividendos del sector minero, debido al incremento de los precios internacionales y a las mayores exportaciones de este sector, las cuales registraron un crecimiento promedio de 31% anual durante este período.

Por otra parte, entre 2006 y la proyección de 2011 las importaciones pasarían de US\$24.858 m a US\$52.000 m, especialmente por las compras externas de bienes de capital y de materias primas, las cuales aumentan 52,3% anual entre dichos años. Estas cifras reflejan una elevada inversión del sector privado, que podría sustentar un mayor déficit en la cuenta corriente.

Durante los últimos cinco años la ampliación en el déficit de cuenta corriente ha estado financiada, principalmente, por la (IED). Entre 2006 y el estimado de 2011 la IED pasó de US\$6.656 m (2,6% del PIB) a US\$15.000 m (3,6% del PIB).

Según el indicador de ciclo de crédito, la economía todavía no está en un auge, pero si podría estar acercándose.

Para el resto de países de la región también se espera una ampliación del déficit de cuenta corriente este año y una reducción del superávit para el agregado de los países emergentes, como reflejo del fuerte crecimiento de la demanda interna en la región (Gráfico 54).

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

1. 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 febrero de 2012.

2. Proyecciones para 2012

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,8%, frente a 5,1% estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. De la misma forma,

Cuadro A1
Proyecciones para 2012

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	4,6	4,5	1.750	6,0	(2,1)	9,0
Anif ^{a/}	4,5	3,6	n.d.	6,0	(3,2)	9,9
Banco de Bogotá	5,0	3,6	1.810	5,3	(1,8)	10,2
Banco Santanderb/	4,8	3,4	1.900	5,9	(2,0)	11,0
Bancolombia	4,9	3,4	1.830	5,9	(3,4)	9,4
BBVA Colombia	5,0	3,5	1.820	5,9	(3,1)	10,1
Corficolombiana	4,8	3,2	1.750	5,1	(3,0)	9,6
Corredores Asociados	4,8	3,4	1.853	5,3	(1,8)	9,5
Correval	4,6	3,5	1.850	5,8	(1,9)	10,3
Davivienda ^{a/}	5,3	3,4	1.823	5,6	(1,6)	9,5
Fedesarrollo	4,7	3,0	n.d.	n.d.	(3,5)	10,2
Ultrabursátiles	4,8	3,5	1.830	5,6	n.d.	9,6
Promedio	4,8	3,5	1.822	5,7	(2,5)	9,9
Analistas externos						
Citi ^{a/}	5,1	4,0	1.850	5,8	(3,0)	10,0
Deutsche Bank	5,0	3,4	1.850	n.d.	(3,2)	9,3
Goldman Sachs	4,0	3,2	1.850	4,8	(2,7)	n.d.
JP Morgan	3,7	1,3	1.900	4,8	(2,2)	n.d.
Promedio	4,5	3,0	1.863	5,1	(2,8)	9,7

n.d. no disponible.

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

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2013

	Crecimiento del PIB real	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal
	(porcentaje)		fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,5	4,4	1.850
Anif	4,8	3,7	n.d.
Banco de Bogotá	4,3	3,0	1.810
Banco Santander	4,8	3,0	1.850
Bancolombia	4,9	3,2	1.780
BBVA Colombia	5,3	3,6	1.800
Corficolombiana	5,5	3,5	1.700
Corredores Asociados	5,2	3,4	1.750
Correval	5,5	3,4	1.850
Davivienda	n.d.	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	5,3	3,0	n.d.
Ultrabursátiles	4,5	3,3	1.800
Promedio	5,0	3,4	1.799
Analistas externos			
Citi	5,2	4,2	1.850
Deutsche Bank	5,0	3,2	1.830
Goldman Sachs	5,1	3,0	1.900
JP Morgan	5,0	1,3	1.950
Promedio	5,1	2,9	1.883

n.d. No disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 4,5%.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 3,5% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 3,0% en promedio. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2012 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de \$1.821,6 frente a \$1.880 estimado en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$1.863 para el cierre de año.

Para la DTF los analistas locales proyectan un valor promedio de 5,7%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 9,9%.

3. Proyecciones para 2013

Para 2013 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 5,0%, mientras que los extranjeros pronostican un 5,1%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros proyectan 3,4% y 2,9%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de \$1.798,9 y \$1.882,5 en su orden.