



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2014



ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2014*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 31 de julio de 2014.

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

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	13
A. Coyuntura internacional	13
B. Balanza de pagos	21
Recuadro 1: Utilidades de las empresas extranjeras en Colombia: dinámica sectorial y perspectivas	28
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	30
A. El PIB en el primer trimestre de 2014	30
B. Pronósticos de corto plazo para el PIB	34
III. Desarrollos recientes de la inflación	41
A. La inflación básica	43
B. IPC de alimentos	46
IV. Pronósticos de mediano plazo	48
A. Crecimiento económico	48
B. Inflación	53
C. Balance de riesgos	56
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica	60
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	61
B. Endeudamiento	64
C. Precios de la vivienda	66
D. Estimaciones de largo plazo e índice de desbalance macroeconómico	67
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	69

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	PIB real de los Estados Unidos	14
Gráfico 2	Índices de actividad real de la zona del euro (<i>purchasing managers index</i> : PMI)	14
Gráfico 3	Tasas de interés de los títulos de deuda pública a 10 años para algunas economías europeas	15
Gráfico 4	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina	15
Gráfico 5	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	16
Gráfico 6	Precios internacionales de los alimentos	16
Gráfico 7	Índice de términos de intercambio	16
Gráfico 8	Índices accionarios globales	17
Gráfico 9	Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de los Estados Unidos	18
Gráfico 10	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	18
Gráfico 11	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	18
Gráfico 12	Exportaciones totales	23
Gráfico 13	Importaciones totales (FOB)	23
Gráfico 14	Producto interno bruto	30
Gráfico 15	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	34
Gráfico 16	Muestra mensual del comercio al por menor	35
Gráfico 17	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	35
Gráfico 18	Tasa de desempleo (trimestre móvil marzo-abril-mayo)	35
Gráfico 19	Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil desestacionalizado)	36
Gráfico 20	Número de ocupados y variación anual	36
Gráfico 21	Empleo por tipo de ocupación	36
Gráfico 22	Tasas de interés reales de los hogares	37
Gráfico 23	Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	37
Gráfico 24	Producción de cemento	38
Gráfico 25	Producción de café	38
Gráfico 26	Producción de petróleo	39
Gráfico 27	Evolución de la demanda como problema de la industria	39
Gráfico 28	Imaco: indicador líder 5 meses del PIB	40
Gráfico 29	Inflación total al consumidor	41
Gráfico 30	IPP por procedencia	43
Gráfico 31	Salarios nominales	43
Gráfico 32	Indicadores de inflación básica	44
Gráfico 33	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	44
Gráfico 34	IPC de no transables	44
Gráfico 35	IPC de regulados y sus componentes	45
Gráfico 36	IPC de alimentos	46
Gráfico 37	IPC de alimentos por grupos	46
Gráfico 38	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	51

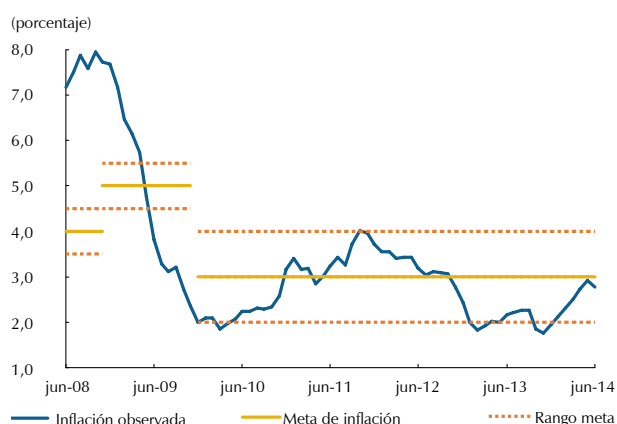
Gráfico 39	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	51
Gráfico 40	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	53
Gráfico 41	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	55
Gráfico 42	Inflación observada y expectativas de inflación	55
Gráfico 43	Expectativas de inflación derivadas de los TES	56
Gráfico 44	<i>Fan chart</i> de la inflación total	57
Gráfico 45	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	57
Gráfico 46	Cuenta corriente	62
Gráfico 47	Inversión directa y de cartera	63
Gráfico 48	Índices de tasa de cambio real	64
Gráfico 49	Cartera en moneda legal	65
Gráfico 50	Tasas de interés nominales	65
Gráfico 51	Precios de la vivienda relativos al IPC	66
Gráfico 52	Índice de precios de la vivienda nueva en Bogotá (relativo al IPC) según estrato	66
Gráfico 53	Variación anual del precio del suelo residencial (relativo al IPC), por zonas	67
Gráfico 54	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	68
Gráfico 55	Índice de desbalance macroeconómico	68

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	19
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	21
Cuadro 3	Balanza de pagos	24
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	31
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	33
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	42

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En los primeros cinco meses del año la inflación anual aumentó y convergió hacia la meta del 3% de forma un poco más rápida que la prevista. En junio disminuyó levemente y se situó en 2,79% (Gráfico A). Una parte importante de estos movimientos se explica por el repunte en los precios de los alimentos y regulados, al revertirse las condiciones favorables que llevaron los precios de estas dos canastas a niveles inusualmente bajos en 2013. El promedio de las medidas de inflación básica se incrementó en menor magnitud; este aumento se explicó en su mayor parte por el comportamiento de los transables. Como reflejo de lo anterior, las expectativas de inflación aumentaron y hoy en día se sitúan cerca o levemente por encima del 3% para horizontes de uno y más años.

Los pronósticos a diciembre sugieren que los precios de los alimentos y los regulados aumentarán a un mayor ritmo anual. El resto de la canasta del IPC registraría una relativa estabilidad en sus cambios anuales. Con ello, la inflación anual terminaría levemente por encima del 3%.

En materia de actividad económica, en el primer trimestre de 2014 la economía colombiana se expandió a una tasa anual de 6,4%, superior a lo registrado en el último trimestre de 2013 (5,3%), y por encima de lo esperado por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. Este buen resultado se explica por el dinamismo del consumo y la construcción de obras civiles y edificaciones, que registraron aumentos superiores a los proyectados. La nueva información sobre el desempeño del gasto de los hogares indica que este seguirá creciendo a buen ritmo. Lo anterior es coherente con una tasa de desempleo que sigue en descenso, unas ventas al por menor que registran crecimientos elevados, un incremento en la confianza del consumidor que alcanza niveles favorables y un ritmo de crecimiento de crédito de consumo que detuvo su desaceleración. Por el lado de la inversión, se espera que este rubro crezca a una tasa alta, pero inferior a la del primer trimestre.

El crecimiento del crédito total ha aumentado debido a una mayor dinámica de los préstamos comerciales e hipotecarios. Lo anterior, junto con unas tasas reales de interés de crédito en niveles que impulsan el gasto.

En el contexto externo, el crecimiento promedio de los principales socios comerciales de Colombia ha sido más débil que lo proyectado a inicios de año, debido a la fuerte caída del PIB de los Estados Unidos en el primer trimestre y al menor crecimiento de algunos países de la región. Sin embargo, la nueva información sugiere una mayor dinámica de la demanda externa en los próximos trimestres.

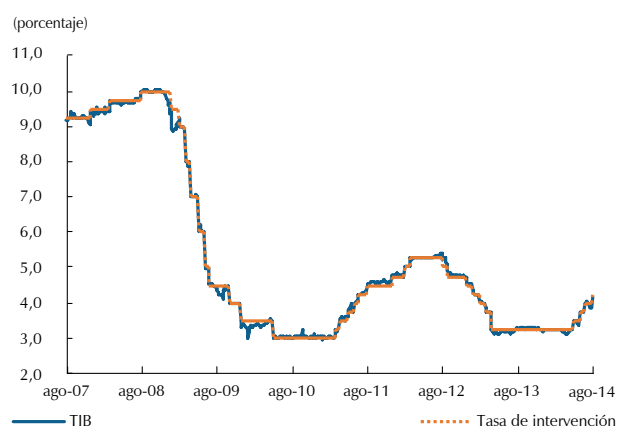
Los niveles de liquidez en los Estados Unidos siguen siendo menos expansivos y las tasas de interés externas continúan bajas, aunque superiores al promedio observado en 2013. Las primas de riesgo de varias economías emergentes se mantienen bajas, los activos financieros en moneda local se han valorizado y algunas de sus monedas se han apreciado frente al dólar.

Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco estima un rango de crecimiento para el segundo trimestre de 2014 entre 3,6% y 5,0%, con 4,3% como cifra más probable. Para todo 2014 el pronóstico de crecimiento fue revisado al alza, para ubicarse ahora en un intervalo entre 4,2% y 5,8%, con 5,0% como cifra más factible.

En síntesis, la demanda agregada en Colombia ha mantenido un fuerte crecimiento que progresivamente ha conducido a un uso de la capacidad productiva cercano al pleno empleo. Se espera que el gasto interno mantenga un ritmo de expansión dinámico, acompañado de una recuperación de la demanda externa. La aceleración de la inflación presentó una pausa en junio, pero los pronósticos de corto plazo sugieren que a diciembre se situará levemente por encima del 3%. Las expectativas de inflación han rondado el 3% o se han ubicado un poco por encima de esta

cifra. Todo esto ocurre en un ambiente en el cual el crecimiento del crédito ha aumentado y las tasas de interés reales de los préstamos se sitúan en niveles que impulsan el gasto.

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



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 4 de agosto de 2014.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Después de evaluar el balance de riesgos, en cada una de las reuniones de mayo, junio y julio la Junta Directiva del Banco de la República decidió incrementar la tasa de interés de referencia en 25 puntos base: desde 3,50% hasta 4,25% (Gráfico B). La Junta consideró que la estabilidad macroeconómica y la convergencia de la inflación a la meta de largo plazo son compatibles con estos aumentos de la tasa de interés de intervención.

Así mismo, en junio decidió incrementar el monto de compras de reservas internacionales durante el tercer trimestre del año y acumular hasta US\$2.000 millones entre los meses de julio y septiembre.

José Darío Uribe
Gerente General

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Juan Sebastián Amador

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Joan Granados

Daniel Parra

Juan Sebastián Rojas

Sección de Programación Macroeconómica

Rocío Betancourt

Jefe

Luis Hernán Calderón

Celina Gaitán

Aarón Levi Garavito

Jhon Edwar Torres

Asistente del Departamento de programación e inflación

Julián Pérez

Gloria Sarmiento

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Franz Hamann (director), Jesús Antonio Bejarano (jefe de sección), Paula Andrea Beltrán del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López, investigador principal de la Unidad de Investigaciones; Cristian Camilo Porras, Juan Sebastián Mariño y Marcela Rey Hernández, estudiantes en práctica del Departamento de programación e inflación.

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

Durante el segundo trimestre de 2014 la actividad económica mundial se expandió a un ritmo mayor al observado tres meses atrás, gracias, en gran parte, a la fuerte recuperación de los Estados Unidos.

Sin embargo, las economías emergentes, especialmente las de América Latina, exhibieron una desaceleración en su actividad real.

En los primeros tres meses del año los términos de intercambio de Colombia se mantuvieron en niveles relativamente altos, debido a que los precios internacionales del petróleo estuvieron elevados. Para el resto del año no se esperan cambios importantes en este indicador.

Para 2014 se proyecta una ampliación del déficit en la cuenta corriente como resultado del comportamiento de la balanza comercial.

A. COYUNTURA INTERNACIONAL

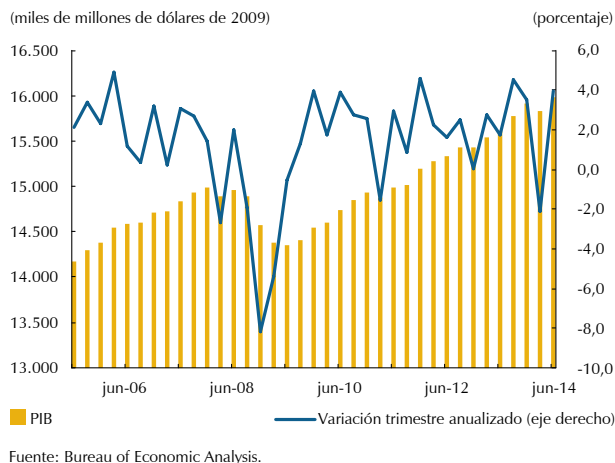
1. Actividad real

Durante el segundo trimestre de 2014 la actividad económica mundial se expandió a un ritmo mayor al observado en los tres meses anteriores, lo cual se explica, en gran parte, por la fuerte aceleración de los Estados Unidos tras los malos resultados del primer trimestre del año. Entretanto, la zona del euro habría mantenido su lenta senda de recuperación durante este período. Por el lado de las economías emergentes, en China se apreció una leve aceleración; mientras que en América Latina, con algunas excepciones, se siguió moderando el dinamismo de la actividad real, como consecuencia del debilitamiento de la demanda interna y de un menor comercio exterior.

En el segundo trimestre del año se observó una fuerte recuperación en los Estados Unidos, lo cual contrasta con la desaceleración de las economías emergentes, en especial las de América Latina.

En el caso particular de los Estados Unidos, en el segundo trimestre de 2014 su producto interno bruto (PIB) presentó una expansión de 4,0% trimestre anualizado (t. a.) (Gráfico 1), lo cual constituye una importante recuperación frente al mal resultado observado en los primeros tres meses del año (-2,1% t. a.). El buen

Gráfico 1
PIB real de los Estados Unidos



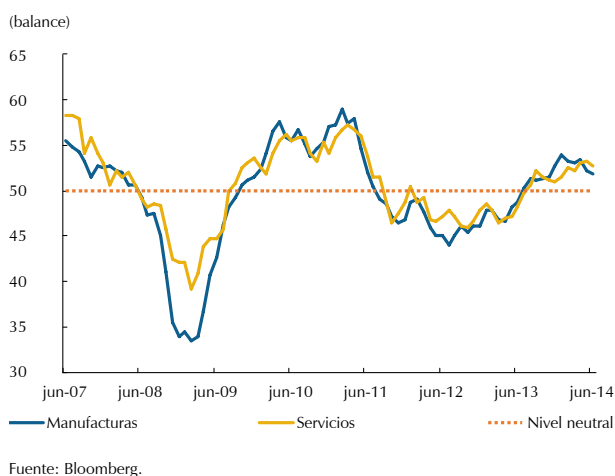
registro se explica, en gran parte, por una aceleración del consumo de los hogares, que pasó de crecer 1,2% t. a. en el primer trimestre a 2,5% t. a. en el siguiente, como consecuencia del mayor gasto en bienes durables. De forma similar, se apreciaron incrementos en el gasto del gobierno y en los distintos rubros de inversión, especialmente en la inversión residencial, lo cual contrasta con la debilidad que habían exhibido estos componentes en los primeros tres meses del año.

En relación con el mercado laboral estadounidense, su tasa de desempleo mantuvo una tendencia decreciente durante el primer semestre del año, ubicándose en junio en el nivel más bajo de los últimos cinco años (6,1%). Estos resultados son consecuencia de una mayor creación de empleo en este período, cuando se registraron aumentos promedio mensuales de aproximadamente 230.000 nuevos puestos de trabajo. A pesar de lo anterior, otros indicadores del mercado laboral, si bien siguen mostrando mejoras, se mantienen en niveles lejanos a los observados antes de la crisis. De esta forma, por ejemplo, la duración media del desempleo y el subempleo por horas continúan elevados y sugieren que el mercado laboral aún no ha completado su recuperación.

En la zona del euro, por su parte, la actividad económica continuó recuperándose a un ritmo modesto en el primer trimestre de 2014, cuando el PIB se expandió 0,8% t. a. Las cifras disponibles para el segundo semestre sugieren un comportamiento similar para este período. Con cifras a junio, los indicadores de opinión en los sectores de manufacturas se mantuvieron en terreno expansivo (Gráfico 2), al igual que la confianza de los empresarios y consumidores, la cual permaneció en niveles favorables. Entretanto, indicadores como las ventas al por menor y la producción industrial muestran crecimientos moderados, similares a los de meses anteriores.

En la zona del euro, por su parte, la actividad económica continuó recuperándose a un ritmo modesto en el primer trimestre de 2014, cuando el PIB se expandió 0,8% t. a. Las cifras disponibles para el segundo semestre sugieren un comportamiento similar para este período. Con cifras a junio, los indicadores de opinión en los sectores de manufacturas se mantuvieron en terreno expansivo (Gráfico 2), al igual que la confianza de los empresarios y consumidores, la cual permaneció en niveles favorables. Entretanto, indicadores como las ventas al por menor y la producción industrial muestran crecimientos moderados, similares a los de meses anteriores.

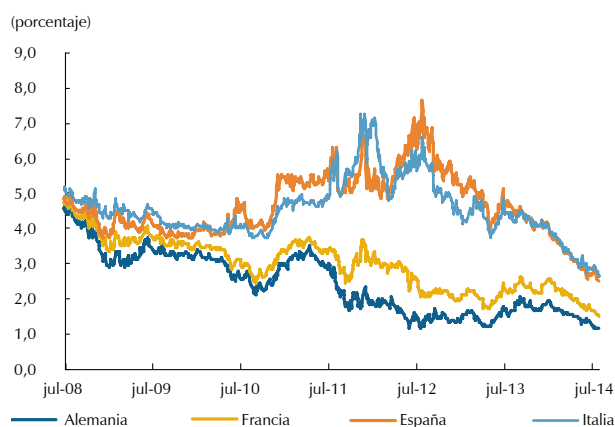
Gráfico 2
Índices de actividad real de la zona del euro (*purchasing managers index: PMI*)



Por países, el desempeño de la actividad real sigue siendo heterogéneo. Por una parte, la economía alemana continúa siendo la más robusta de la región, liderada por el dinamismo de su demanda interna. De forma similar, el crecimiento del PIB español se habría acelerado durante el segundo trimestre, aunque el ritmo es aún modesto. En contraste, el panorama es menos favorable para países como Francia, Italia y Portugal, cuyos indicadores sugieren que su actividad económica se mantiene estancada o se contrae.

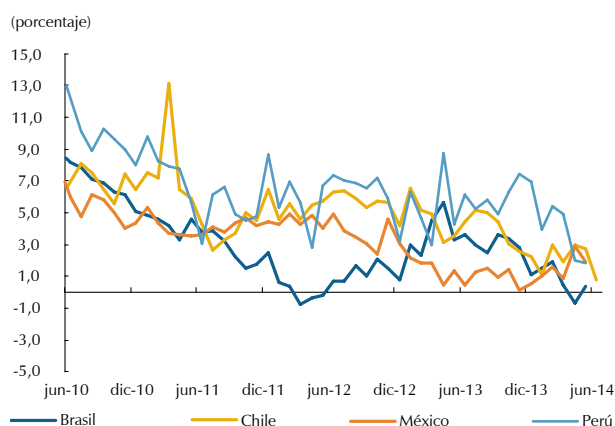
Una noticia favorable en Europa ha sido la reducción en los diferenciales (*spreads*) de las tasas de los títulos de deuda pública entre los países del centro y los de la periferia (Gráfico 3). Esto ha permitido una caída en los costos de financiamiento interno, reduciendo en

Gráfico 3
Tasas de interés de los títulos de deuda pública a 10 años para algunas economías europeas



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Datastream.

alguna medida la presión sobre las cuentas fiscales de estos países. Esta situación debería contribuir a disminuir la fragmentación financiera de la región.

Para el caso de las economías emergentes, su actividad mostró un comportamiento mixto en el segundo trimestre del año. Por una parte, el crecimiento anual del PIB de China mostró una ligera aceleración, al pasar de 7,4% a 7,5%, ubicándose en línea con la meta anunciada por su gobierno para todo 2014. Lo anterior es, en parte, el resultado de la adopción de una serie de políticas monetarias y fiscales orientadas a ofrecer estímulo a sectores específicos de la economía (proyectos de vivienda social y ferrocarriles, por ejemplo). El consumo privado mostró igualmente un buen comportamiento. No obstante, subsisten importantes amenazas a la estabilidad financiera del país debido a un elevado incremento de los precios de la finca raíz y del crédito, en especial de aquel otorgado por la banca no regulada (*shadow banking*).

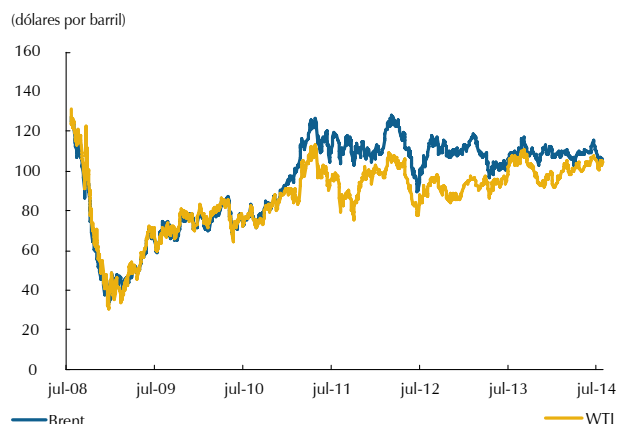
Por otra parte, en América Latina los índices mensuales de actividad real siguieron expandiéndose a un ritmo menor que en años anteriores (Gráfico 4). El crecimiento de las exportaciones continuó siendo débil, como consecuencia de la caída de los términos de intercambio y de la menor demanda externa. De igual manera, se ha observado un debilitamiento de las condiciones internas y algunos choques de oferta que han afectado la producción agrícola y minera. Los países con desempeño más mediocre son Argentina, Brasil y Venezuela. Llama igualmente la atención el caso

de Chile, cuyo ritmo de expansión anual descendió a solo 2,0% en los primeros tres meses del año. Esta moderación se habría acentuado en el segundo trimestre, cuando este país habría crecido 0,8% de acuerdo con la información a junio del indicador líder de actividad económica.

2. Precios de productos básicos, inflación y política monetaria

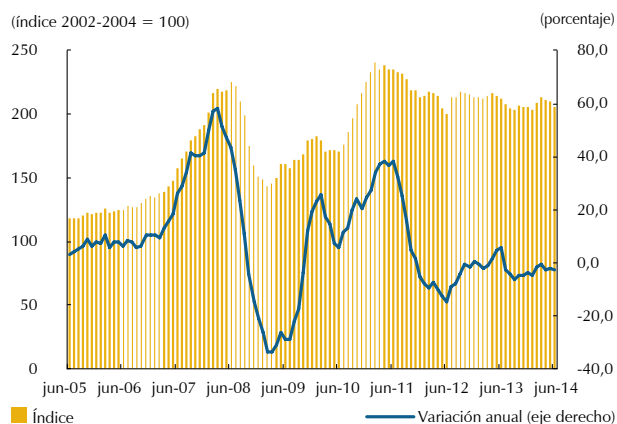
En relación con los precios internacionales de los bienes básicos exportados por Colombia, las cotizaciones del petróleo mostraron un aumento en su volatilidad en los últimos meses (Gráfico 5), como consecuencia del escalamiento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente. Pese a lo anterior, el precio promedio en lo corrido del año se mantuvo en niveles similares a lo observado en 2013, pero por encima de lo esperado para todo 2014 en el *Informe sobre Inflación* anterior.

Gráfico 5
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



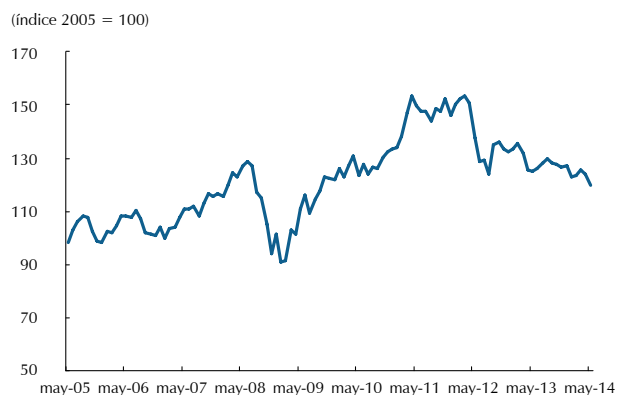
Fuente: Datastream.

Gráfico 6
Precios internacionales de los alimentos



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

Gráfico 7
Índice de términos de intercambio de Colombia



Nota: este gráfico está basado en la metodología comercio.
Fuente: Banco de la República.

Por otra parte, durante el segundo trimestre los precios internacionales del café se estabilizaron en los altos niveles registrados tres meses atrás, pues la oferta global del grano sigue afectada por las condiciones climáticas adversas que Brasil enfrentó al comienzo del año y por los brotes de roya en América Central. En el caso del níquel, en el segundo trimestre sus cotizaciones se mantuvieron en niveles superiores al promedio de 2013, como consecuencia de las perspectivas de menor oferta de este metal por el conflicto geopolítico en Ucrania y por las restricciones impuestas a las exportaciones de este bien por parte del gobierno de Indonesia.

Con respecto a las cotizaciones internacionales de los alimentos, en el segundo trimestre se observaron algunas caídas, por lo que la variación anual del índice de precios de los alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés) se mantiene en terreno negativo (Gráfico 6). Lo anterior es el resultado, en gran parte, de una mejor perspectiva para la producción mundial de cereales por aumentos en la oferta en los Estados Unidos, en India y en la Unión Europea.

En este contexto, los términos de intercambio del país, de acuerdo con la metodología de comercio¹, cayeron levemente durante los primeros meses del año, y continuaron por debajo de lo observado en 2011-2012. Pese a ello, se mantienen en un nivel favorable según su promedio histórico (Gráfico 7).

En relación con la inflación en las principales economías desarrolladas, se ha observado un comportamiento mixto. Por una parte, en la zona del euro las medidas de inflación total y básica siguieron reduciéndose durante el segundo trimestre y permanecieron por debajo del 1%. En contraste, en los Estados Unidos los registros de estos indicadores mostraron niveles superiores

¹ La medida de términos de intercambio según la metodología de comercio utiliza como fuente los registros administrativos de exportaciones e importaciones (fuentes DIAN-DANE). Siguiendo las recomendaciones internacionales (relacionadas con la volatilidad de las series, homogeneización de los valores unitarios, entre otras) se calculan los precios implícitos para cada partida arancelaria y, posteriormente, se ponderan en un índice de precios tipo Paasche encadenado.

La Fed continuó con el desmonte gradual de su compra de activos, mientras que el BCE adoptó medidas adicionales de estímulo monetario. Los bancos centrales en las economías emergentes continúan con una postura monetaria expansiva.

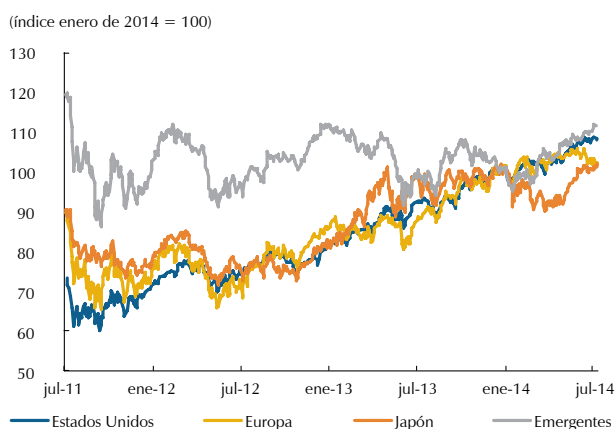
a los de tres meses atrás. No obstante, cabe resaltar que el deflactor del consumo, la medida que más monitorea la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), si bien ha mostrado una tendencia al alza, continúa por debajo de la meta de largo plazo. Por su parte, en Japón los precios exhibieron su mayor incremento anual en más de una década, como consecuencia del aumento del impuesto al consumo que empezó a regir a partir de abril.

En cuanto a la política monetaria, la Fed siguió recortando de manera gradual sus compras mensuales de activos financieros de acuerdo con lo anunciado a finales del año anterior. La tasa de intervención se mantuvo en niveles bajos y no se anticipan alzas hasta el segundo semestre de 2015. Por su parte, en la zona del euro los temores deflacionarios y la recuperación débil de la economía llevaron al Banco Central Europeo (BCE) a tomar medidas adicionales de estímulo. Entre estas se destacan: la reducción de la tasa de interés de política, la implementación de tasas de depósito negativas y la ampliación de liquidez mediante los *long term refinancing operations* (LTRO), esta vez condicionados a los préstamos que el sistema financiero haga al sector privado no financiero.

Por otra parte, en las economías emergentes el panorama inflacionario continuó siendo heterogéneo. En América Latina se observaron algunos repuntes en la inflación, asociados, en parte con la depreciación de sus monedas en los primeros meses del año y con algunos choques climáticos adversos. Dada la naturaleza temporal de estos incrementos y la debilidad que ha mostrado la actividad económica, los bancos centrales de Chile, México y Perú han reducido sus tasas de intervención. En contraste, la variación anual de los precios al consumidor se mantuvo en niveles bajos en China, Corea y Taiwán, y ha exhibido una tendencia a la baja en India e Indonesia. En este contexto, los bancos centrales de estas economías no han hecho modificaciones a su política monetaria.

3. Mercados financieros

Gráfico 8
Índices accionarios globales

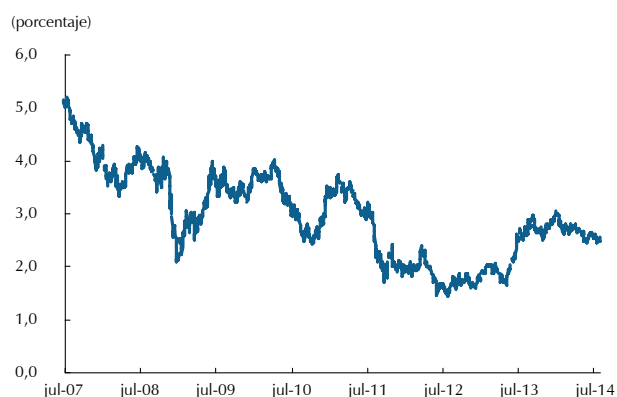


Fuente: Bloomberg.

A diferencia de lo observado en el segundo semestre de 2013, cuando el inicio de las discusiones sobre el desmonte del estímulo monetario de la Fed incrementó la volatilidad de los mercados financieros y generó temores sobre la estabilidad económica y financiera de algunos países emergentes, en lo corrido del año el comportamiento de los mercados financieros globales ha sido favorable. Esto ha sido evidente en la mayor parte de países emergentes que han visto aumentar los flujos de capital, reducir sus primas de riesgo y valorizar sus índices bursátiles (Gráfico 8).

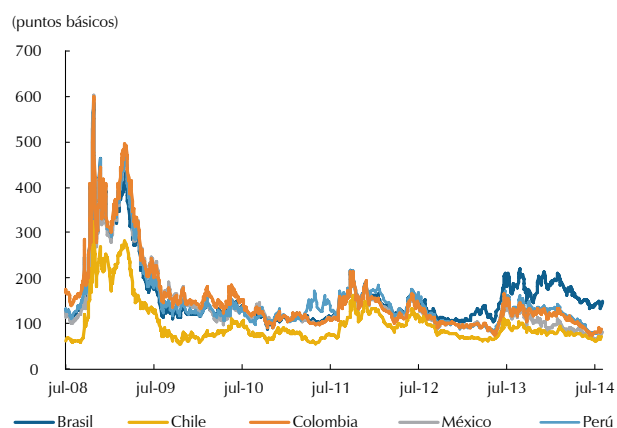
La única excepción ha sido la zona del euro, que ante la perspectiva de una intensificación del conflicto geopolítico en Ucrania y Rusia y la posibilidad de que

Gráfico 9
Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de los Estados Unidos



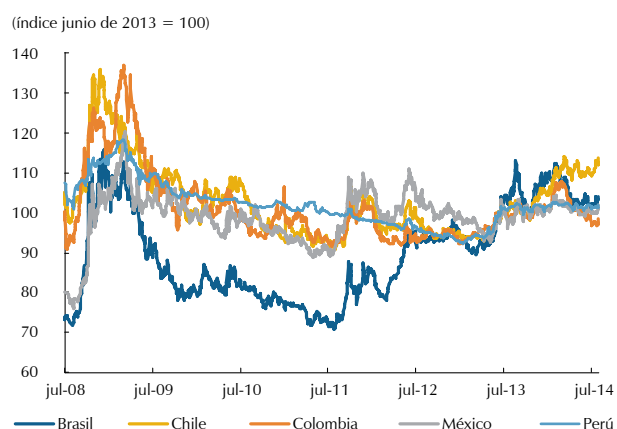
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 11
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

este hecho afecte su recuperación, ha visto un incremento en la volatilidad de sus mercados financieros y una desvalorización de sus índices bursátiles (Gráfico 8).

En los Estados Unidos, a pesar de la disminución de la compra de activos financieros (*tapering*) adelantada por la Fed, las tasas de interés de los títulos de largo plazo han permanecido relativamente estables durante el primer semestre del año; de esta forma, sus niveles continúan por debajo de los observados en diciembre de 2013 (Gráfico 9).

Para el caso de América Latina, durante el segundo semestre no se presentaron cambios importantes en las primas de riesgo. Los *credit default swaps* a cinco años exhibieron muy poca volatilidad durante este período (Gráfico 10). En cuanto a las tasas de cambio, estas mostraron un comportamiento mixto con respecto a los niveles del año anterior. Por una parte, Colombia mostró la apreciación más fuerte de la región, continuando con la tendencia que inició en marzo de este año. De forma similar, aunque en menor medida, el real brasileño y el peso mexicano también se fortalecieron. Lo anterior contrasta con el comportamiento del peso chileno, que continúa debilitándose, alcanzando una tasa de depreciación de alrededor del 15% respecto al año anterior (Gráfico 11).

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Los pronósticos de crecimiento económico para los socios comerciales de Colombia fueron revisados a la baja en este informe con respecto a lo estimado en el *Informe sobre Inflación* de marzo de 2014. Lo anterior obedece a la contracción observada en los Estados Unidos en el primer trimestre del año y a la debilidad que se ha observado en las economías emergentes, en particular las de América Latina. Así, para este año se proyecta que la expansión económica de los principales socios comerciales (ponderada por comercio no tradicional) sea de 2,5%, cifra inferior a la esperada tres meses atrás, cuando se anticipaba un 2,8% (Cuadro 1).

Por países, en los Estados Unidos los malos resultados del primer trimestre del año afectarían los registros de

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

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

crecimiento para el año completo. No obstante, se proyecta que el alto dinamismo observado en el segundo trimestre se mantenga en lo restante del año, impulsado en gran parte por la consolidación de los distintos componentes de la demanda interna. En este contexto, se espera que su mercado laboral preserve su senda de recuperación. Así las cosas, se prevé que su crecimiento para todo 2014 sea de 1,9%; además, la recuperación en la actividad real continuaría en 2015, por lo que la expansión durante este año sería de 3,0%.

Los anteriores pronósticos suponen que, en materia de política monetaria, las compras de activos financieros por parte de la Fed culminarían a principios del cuarto trimestre del año y no deberían tener efectos significativos adicionales sobre las tasas de interés de largo plazo. Se espera que la Fed solo empiece a aumentar su tasa de referencia a partir del segundo semestre de 2015.

Para el caso de la zona del euro, el escenario para 2014 no ha cambiado significativamente con respecto al *Informe sobre Inflación* de marzo. Se espera que la recuperación de la actividad real continúe a un ritmo lento, impulsada por el comportamiento de la demanda interna, principalmente de Alemania, y por la salida de la recesión de algunas economías de la periferia. De igual forma, los efectos contractivos del ajuste fiscal estarían siendo menores que en 2013. Las medidas monetarias tomadas recientemente deberían tener un efecto positivo en el crédito

Durante 2014 la economía china crecería a una tasa cercana a la meta fijada por su gobierno. Para la mayor parte de las economías de América Latina se espera una desaceleración frente a 2013.

y en el sector real, sobre todo a partir del próximo año. De hecho, no se descartan nuevas medidas de estímulo por parte del BCE que busquen reducir los riesgos deflacionarios de la región y estimulen el crecimiento.

En relación con las economías emergentes, se espera una estabilización del crecimiento de China para el segundo semestre, con lo cual dicho país se expandiría en todo 2014 a una tasa muy cercana a la meta fijada por su gobierno. De esta manera, se estaría confirmando la menor dinámica de la demanda interna (inversión, principalmente) y externa, que sería compensada solo de manera parcial por las políticas fiscales y monetarias orientadas a algunos sectores particulares de la economía. Lo anterior llevaría a que dicho país crezca a tasas menores que en el pasado. El menor dinamismo de la actividad real de China tendría efectos importantes sobre la demanda externa global y podría presionar a la baja los precios internacionales de algunos bienes básicos.

En el caso de América Latina, para el resto de 2014 algunas economías, como Chile y Perú, seguirían siendo afectadas por los bajos precios de los metales y por una serie de choques de oferta que tendrían efectos adversos sobre su producción minera. En el caso particular de Chile se ha visto una caída fuerte de las expectativas de los empresarios que hace dudar sobre su desempeño futuro. La moderación en la demanda interna, principalmente por menor inversión y consumo de los hogares, también afectaría el dinamismo de estos países. Otras economías de la región, como Venezuela y Argentina, continúan con problemas estructurales que dificultarían su crecimiento este año y el próximo. Por último, la economía de Brasil seguiría desacelerándose en un contexto de menor confianza por parte de los consumidores y de los empresarios.

Para 2015 se estima que la desaceleración continúe en China, dados los esfuerzos de sus autoridades por rebalancear el crecimiento desde la inversión hacia el consumo. Para las economías de América Latina debería presentarse alguna recuperación.

Con respecto a los precios de las materias primas, la desaceleración de China y la recomposición de su aparato productivo hacia fuentes más limpias de energía seguirían reduciendo los precios internacionales del carbón. En contraste, los conflictos en Siria, Iraq y Libia mantendrían elevadas las cotizaciones del petróleo, por lo que el pronóstico del precio promedio para todo 2014 se incrementó comparado con el *Informe sobre Inflación* anterior, al pasar de US\$105 a US\$109 por barril. El precio del café continuaría al alza por las difíciles condiciones climáticas y por la presencia de plagas en algunos países productores. En cuanto al níquel, también se esperan aumentos debidas la incertidumbre geopolítica y la persistencia de la restricción a la exportación de este metal en Indonesia (Cuadro 2).

Los conflictos geopolíticos en Medio Oriente mantendrían elevada la cotización internacional del petróleo.

Al igual que en trimestres anteriores, el escenario central continúa presentando riesgos no despreciables a la baja. En esta ocasión están asociados principalmente con el comportamiento de las economías emergentes, en especial la china, donde persisten los temores de un aumento excesivo del crédito y de una burbuja

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

Principales productos	2013	Proyecciones para 2014			Proyecciones para 2015		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock; dólares por libra)	1,48	1,60	1,90	2,10	1,20	1,70	2,30
Petróleo Brent (dólares por barril)	108,7	106	109	112	96	104	112
Carbón (dólares por tonelada)	88,0	70	75	80	70	78	86
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	15.091	13.779	15.747	17.716	14.435	17.059	19.684
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.411	1.320	1.280	1.200	1.300	1.100	1.000

a/ Para los precios del oro se supone que este es un refugio de valor, por lo que su cotización sube cuando hay mayor incertidumbre (escenario pesimista).
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

inmobiliaria que, de revertirse, se convertiría en una importante amenaza a su estabilidad financiera. Una caída fuerte en el crecimiento de este país no solo afectaría la actividad económica global por medio de una menor demanda externa, sino también mediante una caída en los precios internacionales de los bienes básicos. Este último efecto sería más fuerte en las economías exportadoras de este tipo de productos.

De igual forma, no se descarta un retroceso en la recuperación de la zona del euro, dada la fragilidad de su sistema financiero y sus mercados de trabajo. Un riesgo adicional al escenario surge de una intensificación de la situación geopolítica de Rusia y Ucrania, que podría amenazar el crecimiento de Europa y de otras economías ligadas financiera y comercialmente a la región.

Finalmente, otro escenario de riesgo es aquel donde la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos se anticipe a lo esperado por el mercado, como consecuencia del surgimiento de mayores presiones inflacionarias en su economía. Esto podría disminuir la liquidez en los mercados financieros internacionales, aumentando los costos de financiamiento y generando una reversión de los flujos de capital hacia las economías emergentes. De igual manera, si ocurre una corrección muy fuerte en los mercados, la confianza de los agentes podría verse afectada.

B. BALANZA DE PAGOS

La ampliación del déficit en el primer trimestre del año estuvo asociada con el comportamiento de la balanza comercial de bienes, la cual reportó un resultado negativo en este período.

En el primer trimestre de 2014 la balanza de pagos del país registró un déficit en la cuenta corriente de 4,6% del PIB (US\$4.015 m), superior al observado en el mismo período del año anterior (3,6% del PIB, US\$3.232 m). Esta ampliación del déficit estuvo asociada en particular con el comportamiento de la balanza comercial de bienes, la cual reportó un resultado negativo en el primer trimestre del año, contrario al superávit de un año atrás. Lo anterior se explica en las tasas negativas de crecimiento de las exportaciones, resultado de los menores precios de venta de los productos mineros y del café, sumado a menores volúmenes en

El resultado del balance comercial se vio parcialmente compensado por una ligera reducción de los egresos netos por renta de factores, producto de menores utilidades giradas al exterior.

algunos sectores, como el de los derivados del petróleo². Por su parte, las importaciones aumentaron por encima del 4% anual, impulsadas por el dinamismo de la demanda interna y por las compras extraordinarias de combustibles³. Los resultados del balance comercial se vieron parcialmente compensados por una ligera reducción de los egresos netos por renta de factores, producto de menores utilidades giradas al exterior.

En términos de financiamiento, durante el primer trimestre del año el déficit en el balance externo estuvo soportado por ingresos netos en la cuenta de capital y financiera de US\$4.419 m (5,1% del PIB), monto mayor en US\$1.381 m al observado el año anterior. Estos recursos tuvieron como principal fuente la inversión extranjera neta, tanto directa como de cartera. No obstante, la inversión extranjera directa (IED) disminuyó 6,6% anual, reflejo de la caída en las inversiones del sector petrolero durante los primeros tres meses del año. A esto se suma el incremento en los flujos de inversión colombiana en el exterior, lo cual significó un menor valor de los ingresos netos por inversión directa al país. En cuanto a la inversión de cartera, la colocación de bonos por parte del Gobierno en el mercado externo, así como la llegada de mayores flujos al mercado de TES, favorecieron los ingresos de cartera del sector público, parcialmente compensados por el aumento en la constitución de activos de portafolio por parte del sector privado durante el mismo período.

Para el segundo trimestre de 2014 se espera que el resultado negativo de la balanza comercial se mantenga⁴. En particular, la información disponible de comercio exterior de bienes para el bimestre abril-mayo de 2014 señala que el balance comercial aún es deficitario. En efecto, en dicho período las exportaciones totales en dólares cayeron en promedio 4,7% con respecto al año anterior (Gráfico 12), afectadas por las menores ventas externas de oro⁵, refinados, vehículos y otros productos no tradicionales. Por su parte, el valor de las importaciones FOB⁶ crecieron en términos anuales 4,9% (Gráfico 13) (véase sombreado, p. 26.).

2 Las menores ventas de derivados del petróleo están relacionadas con el cierre programado por fases de la planta de refinación en Cartagena (Reficar), para dar paso al arranque, por etapas, de las nuevas plantas de refinación. Dicho proceso inició a principios de marzo y se extendería hasta el primer trimestre del próximo año, cuando se espera que la planta entre nuevamente a operación con el doble de capacidad de producción.

3 Lo anterior como respuesta al choque de oferta de Reficar ya mencionado.

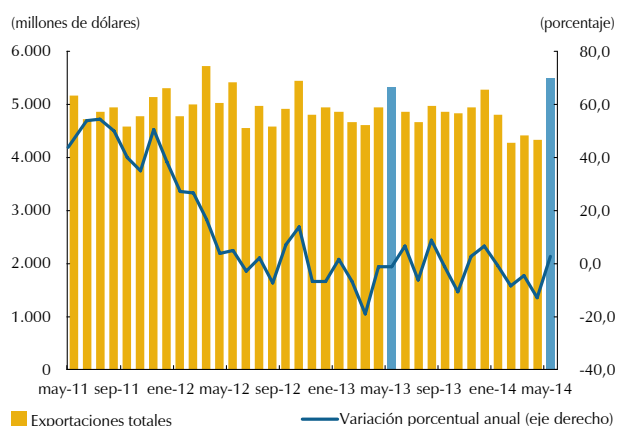
4 Sin embargo, este resultado sería menor, como porcentaje del PIB, al observado en el primer trimestre del año, producto del efecto de una menor tasa de cambio en el cálculo del PIB en dólares para dicho período.

5 Una de las razones de la fuerte reducción de las ventas externas de oro fue la transición de algunas empresas de explotación y exportación de este producto al régimen de zonas francas. Con lo anterior, parte de las exportaciones de oro se han contabilizado en dichas zonas, reduciendo el registro de las que el DANE reporta desde el territorio aduanero nacional (TAN). Incluyendo en el cálculo las exportaciones de oro desde zonas francas, la caída en las ventas externas totales es menor a la registrada tomando en cuenta solo el TAN.

6 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB (*free on board*) de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF (*cost, insurance and freight*), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor

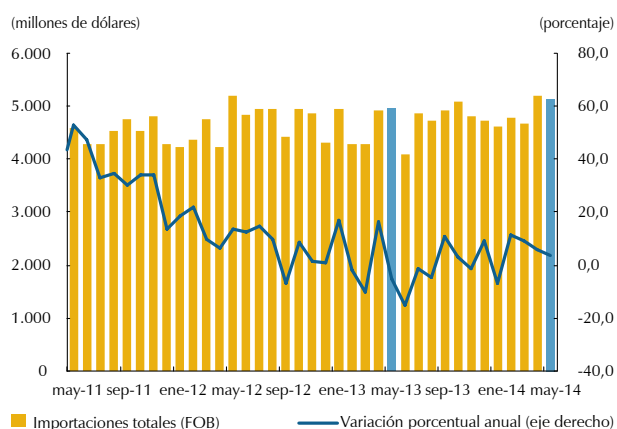
Durante el primer trimestre del año el déficit en la cuenta corriente estuvo soportado por ingresos netos en la cuenta de capital y financiera de US\$4.419 m (5,1% del PIB).

Gráfico 12
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 13
Importaciones totales (FOB)
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los resultados negativos de la balanza comercial podrían estar parcialmente compensados por menores egresos de la renta de factores, dado que persisten algunos problemas en el sector mineroenergético para el desarrollo de las operaciones de producción, lo que podría disminuir la remisión de utilidades del sector. Por su parte, los ingresos netos por transferencias corrientes mostrarían valores similares a los de los trimestres anteriores, impulsados por alguna recuperación de las remesas de trabajadores provenientes de los Estados Unidos y la zona del euro.

La información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria⁷ muestra, para lo corrido del año 2014, un menor ritmo en la entrada de recursos de IED, en especial aquella asociada con sectores diferentes al petrolero, mientras aumentan los ingresos de recursos de inversión financiera o de portafolio del sector privado frente a lo observado un año atrás, impulsados por el efecto de la recomposición de los índices de deuda pública emergente de JP Morgan. A lo anterior se suman los recursos externos dirigidos hacia el sector público registrados en el segundo trimestre del año, producto de la colocación de bonos por US\$2.000 m por parte de Ecopetrol.

Para 2014 la proyección de la balanza de pagos implica un déficit en la cuenta corriente que podría ubicarse entre 3,8% y 4,2% del PIB, con un escenario central superior al valor observado para 2013 (3,3% del PIB) (Cuadro 3). Este resultado es consistente con un ligero deterioro del contexto internacional que, a pesar del impulso de la recuperación de las economías avanza-

das —principalmente por las mejores perspectivas para los Estados Unidos a partir del segundo trimestre y el fin de la recesión en la zona del euro—, estaría opacado por una visible moderación en el crecimiento de las economías emergentes, en especial en los países de la región. Lo anterior conduciría a una leve desaceleración de la demanda externa, en especial de aquella asociada con las exportaciones de nuestros productos no tradicionales. Este escenario estaría acompañado de la recuperación de los precios de algunos de los principales productos de exportación,

total promedio en dólares de estas últimas fue de US\$5.439 m durante abril y mayo de 2014, con un crecimiento de 5,1% anual.

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

Cuadro 3
Balanza de pagos
Flujos anuales (millones de dólares)

	2010	2011	2012 (pr)	2013 (pr)	2014 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	(8.666)	(9.713)	(11.592)	(12.408)	(16.165)
Porcentaje del PIB	(3,0)	(2,9)	(3,1)	(3,3)	(4,0)
A. Bienes y servicios	(1.887)	950	(1.055)	(2.841)	(6.223)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(11.227)	(15.497)	(15.116)	(14.140)	(14.541)
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.448	4.834	4.579	4.572	4.599
 Cuenta financiera (A + B + C + D)	 (8.921)	 (8.844)	 (11.374)	 (11.879)	 (16.531)
Porcentaje del PIB	(3,1)	(2,6)	(3,1)	(3,1)	(4,1)
A. Inversión directa (ii - i)	(947)	(6.228)	(15.726)	(8.702)	(11.217)
i. Extranjera en Colombia (IED)	6.430	14.648	15.119	16.354	15.252
ii. Colombiana en el exterior	5.483	8.420	(606)	7.652	4.035
B. Otros flujos de largo plazo (préstamos, bonos)	(6.970)	(6.120)	(1.805)	(9.927)	(5.248)
C. Corto plazo (TES y acciones mercado local, otras inversiones)	(4.147)	(238)	751	(196)	(3.862)
D. Activos de reserva	3.142	3.742	5.406	6.946	3.796
Errores y omisiones	(255)	869	218	530	(366)

(pr): preliminar.

(proy): proyección.

Nota: los resultados presentados a partir de la fecha siguen las recomendaciones de la versión sexta del *Manual de balanza de pagos* propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

Fuente: Banco de la República.

como el petróleo, el ferroníquel y el café, compensando, en parte, el desempeño observado en lo corrido del año en las ventas externas del país.

En este contexto se estima que el valor de las exportaciones para 2014 será similar al registrado el año anterior, resultado de una disminución en las ventas de productos no tradicionales, compensada por un ligero aumento de aquellas asociadas con los principales productos de exportación. Este desempeño supone que durante el segundo semestre se observaría una recuperación del valor de las ventas externas del país por mayores cantidades exportadas de petróleo, ferroníquel y carbón, y por precios promedio más altos.

Por su parte, las perspectivas para la demanda interna soportan un crecimiento sostenido de las importaciones en lo que resta del año, a lo que se debe sumar las mayores necesidades de importación de refinados⁸ y la reactivación de las compras de bienes de capital que estarían impulsadas por los grandes proyectos de infraestructura anunciados para el país.

Entre tanto, los egresos por renta de factores y los ingresos netos por transferencias se estiman en valores similares a los observados en 2013. En primer lugar, la

8 Cabe anotar que el balance comercial seguiría siendo afectado por el cierre temporal de Reficar durante lo que resta del año.

El déficit proyectado de la cuenta corriente seguirá siendo financiado, principalmente, por recursos de IED, aunque se estiman menores entradas para todo 2014 frente a lo observado en 2013.

Las entradas de inversión de cartera se proyectan en niveles superiores a los de 2013, impulsadas en particular por las importantes colocaciones del sector público.

remisión de utilidades se mantendría estable para todo 2014, como resultado de la recuperación esperada para los sectores mineroenergéticos en la segunda mitad de año. Asimismo, los recursos provenientes de las remesas de trabajadores podrían verse impulsados por la recuperación de la economía de los Estados Unidos y de la salida de la recesión de España, aunque contrastarían con una disminución de las remesas provenientes de otros destinos, como Venezuela, las cuales han venido cayendo desde el inicio del año.

El déficit proyectado de la cuenta corriente seguiría siendo financiado, principalmente, por recursos de IED, aunque se estiman menores entradas para todo 2014 frente a lo observado en 2013. Lo anterior, dados algunos problemas de ejecución en los proyectos de inversión del sector de hidrocarburos que afectarían el nivel de IED en este sector durante el año. Esto estaría acompañado de menores flujos de inversión directa de colombianos en el exterior con respecto a lo registrado el año anterior, lo cual significa un aumento de la inversión directa neta en el país. A estos recursos se suman las entradas de inversión de cartera, que se proyectan en niveles superiores a los de 2013, que estarían impulsadas en particular por las importantes colocaciones del sector público y la llegada de estos flujos al mercado local de deuda pública, luego de los anuncios de JP Morgan⁹ en favor de los títulos del gobierno colombiano. Dichas entradas estarían compensadas de manera parcial por el aumento en la constitución de activos del sector privado. Finalmente, es importante señalar que el ejercicio de proyección de la balanza de pagos refleja una variación de las reservas internacionales brutas consistente con los anuncios de intervención realizados por el Banco de la República¹⁰ y los rendimientos financieros asociados con estas.

Para 2015 se estima que las condiciones de financiación externa seguirían siendo favorables para la economía colombiana, lo que permitiría contar con los recursos suficientes para sostener un déficit de la cuenta corriente similar al proyectado en 2014. Sin embargo, un mejor contexto de demanda externa previsto para el año siguiente, sumado a la superación de los problemas de oferta que afectan el desempeño de algunos sectores en el presente año (petróleo y derivados), sugieren una ligera corrección del balance externo del país para los años siguientes.

9 En marzo JP Morgan anunció que a partir del 30 de mayo introducirá cinco nuevas referencias de títulos de deuda pública interna colombiana (TES) en sus índices GBI-EM Global Diversified y en el GBI-EM Global.

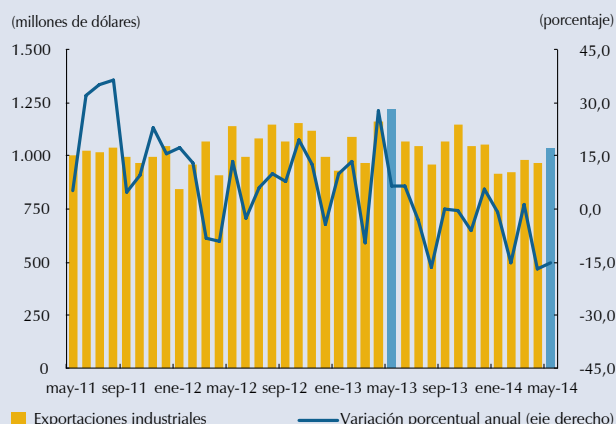
10 Considera las compras de divisas anunciadas de hasta US\$2.000 m entre julio y septiembre de 2014.

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

Durante el primer trimestre de 2014 se registró una caída de las exportaciones totales de 4,6% con respecto al mismo período del año anterior, lo cual obedeció a menores ventas externas de bienes de origen minero e industrial, las cuales disminuyeron en 6,1% y 5,4% anual, respectivamente. En el primer grupo, los resultados negativos estuvieron en particular asociados con la caída en los precios del ferróníquel y del oro, que afectaron el valor de estas exportaciones, lo que en el caso del oro fue reforzado por la fuerte reducción de los volúmenes despachados. En este mismo sentido, las exportaciones industriales se vieron afectadas por las menores ventas de vehículos y de refinados al exterior, que se contrajeron en 13% y 56%, respectivamente, lo que se reflejó en las ventas a todos los destinos, excepto a Ecuador. Por su parte, los productos de origen agrícola se vieron favorecidos por los mayores volúmenes de producción. En el caso del café, sin embargo, esto fue contrarrestado por menores precios de exportación. Las importaciones en este período crecieron 4,2% anual, impulsadas en especial por las compras externas de bienes intermedios, en particular combustibles (véase la sección B de este capítulo).

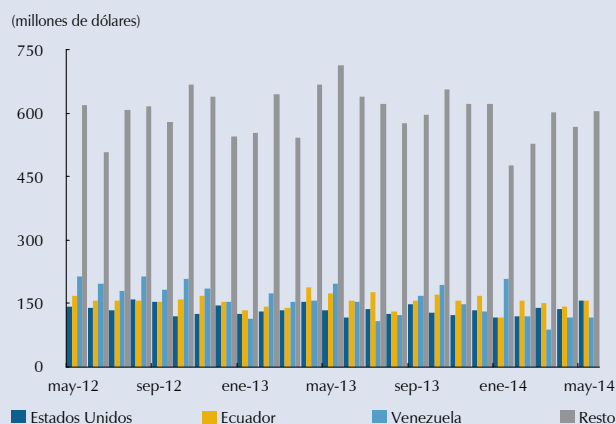
Durante el bimestre abril-mayo de 2014 las exportaciones en dólares continuaron mostrando tasas de crecimiento anual negativas como consecuencia del retroceso de las ventas externas de los productos de origen minero e industrial. Así, los primeros registraron una caída de 3,0% anual en promedio para dicho período, mientras que las exportaciones industriales lo hicieron en un 16,0% (Gráfico A). Este último registro está asociado con el comportamiento de las ventas de ferróníquel, que para este período han presentado fuertes reducciones en los volúmenes exportados que no han sido compensados por los mayores precios internacionales de este producto. Asimismo, a mayo continuó la caída de las ventas externas de oro, dados los menores precios internacionales con respecto al año anterior y al efecto de las exportaciones desde las zonas francas (véase la sección B de este capítulo). Por el contrario, las exportaciones de petróleo y carbón aumentaron en promedio para dicho bimestre, lo que fue producto de un incremento en las cantidades vendidas al exterior. Con relación a las exportaciones industriales¹, entre abril y mayo se observó una caída hacia todos los destinos, excepto a los Estados Unidos, siendo el comercio con Venezuela el más afectado durante este período (-33,5% anual) (Gráfico B). La tendencia negativa en el crecimiento de es-

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



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

Gráfico B
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto de destinos^{a/}
(mensual)



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

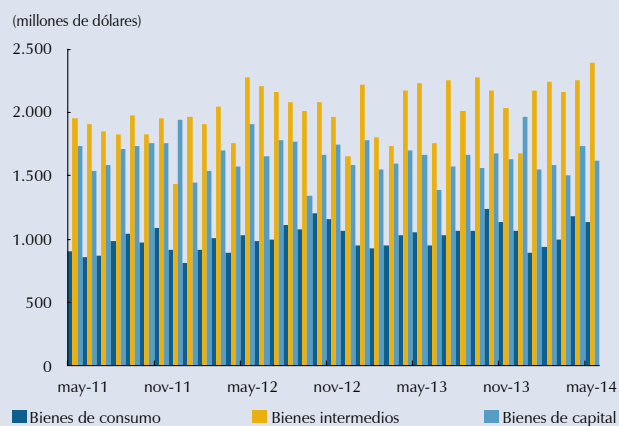
tas exportaciones continúa estando asociada con las menores ventas de vehículos y refinados, a lo que se ha sumado, durante este período, un mal desempeño en productos como las confecciones, los textiles y las carnes.

En relación con las exportaciones de origen agrícola, estas registraron un aumento durante el bimestre de 14,4% anual, el cual obedeció al importante crecimiento de los volúmenes exportados de café, banano y flores, sumado a la recuperación del precio en el caso del café.

1 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni sus derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano ni flores, y representan el 20% del total exportado en dicho período. Las exportaciones industriales representan el 96% de este grupo.

En este mismo período las importaciones FOB en dólares reportaron un crecimiento anual de 4,9% en promedio. Este incremento se debe, principalmente, a las mayores compras externas de bienes de consumo, las cuales aumentaron 10,2% promedio anual, reflejo de un buen comportamiento de las importaciones de bienes durables y de no durables (11,4% y 9,0%, respectivamente). A lo anterior se sumó la variación positiva de 5,7% anual en las compras de bienes intermedios, impulsadas en especial por las mayores necesidades de combustibles y de materias primas para la industria. Por su parte, las compras de bienes de capital siguieron contrayéndose durante el bimestre, al registrar una caída de 0,7%, reflejando las menores compras de bienes de capital para la agricultura y la industria (Gráfico C).

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Recuadro 1

UTILIDADES DE LAS EMPRESAS EXTRANJERAS EN COLOMBIA: DINÁMICA SECTORIAL Y PERSPECTIVAS

Aarón Garavito
Celina Gaitán
Adrián Martínez*

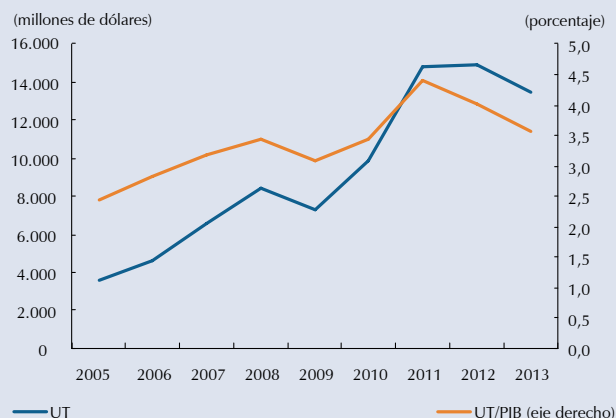
1. Utilidades y déficit de cuenta corriente

En los últimos años el país ha suplido sus deficiencias de ahorro con diferentes fuentes de financiación externa, dentro de las que se destaca la inversión extranjera directa (IED). Este tipo de flujos de capital se caracterizan por su mayor estabilidad y por los beneficios potenciales que pueden generar a la economía, tales como transferencia de tecnología, formación de capital, encadenamientos sectoriales, entre otros.

La financiación mediante IED y el buen desempeño de los sectores que captan estos recursos se han reflejado en un incremento de las utilidades de las empresas con capital extranjero. En los últimos diez años este indicador se ha incrementado de forma significativa, al pasar de US\$4.590 m (2,82% del PIB) en 2006 a US\$ 13.432 m (3,56% del PIB) en 2013 (Gráfico R1.1). De esta forma, este rubro aumentó su participación en los egresos externos y ha sido una fuente de presión importante del déficit corriente (Gráfico R1.2).

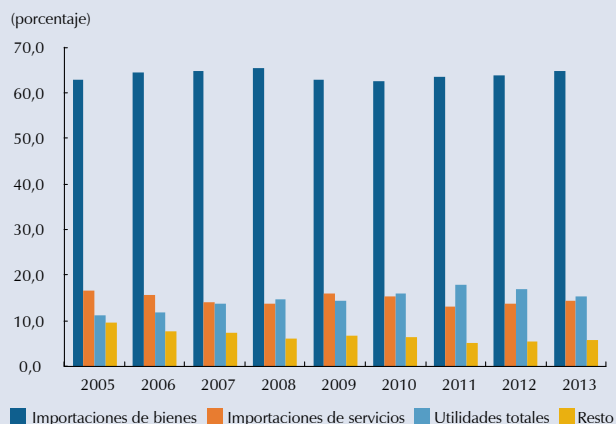
Este fenómeno no ha sido exclusivo de Colombia y también se ha registrado en el resto de países de la región. A este respecto, La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal, 2013)¹ señala que en América Latina y el Caribe las utilidades de las firmas con capital extranjero se quintuplicaron entre 2002 y 2011, como resultado del incremento en el acervo de IED y su mayor rentabilidad. Según el *Informe*, esto último estuvo relacionado con el aumento de los precios internacionales de las materias primas y el crecimiento económico de las principales economías de la región, hechos que favorecieron tanto a las firmas con capital extranjero especializadas en la extracción y exportación de recursos naturales, como a aquellas enfocadas a la venta de bienes y servicios en el mercado interno.

Gráfico R1.1
Utilidades totales



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R1.2
Composición de los egresos de la cuenta corriente de la balanza de pagos



Fuente: Banco de la República.

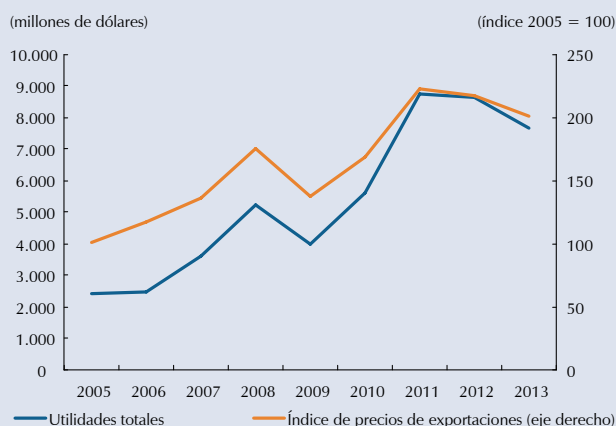
2. Evolución sectorial

El crecimiento de las utilidades de las firmas extranjeras en Colombia ha sido impulsado por los resultados financieros de las empresas petroleras y mineras, seguidas de las de transporte y comunicaciones, industria, servicios públicos y comercio. La rentabilidad de las actividades de explotación de recursos naturales se ha visto favorecida por el incremento significativo de sus cotizaciones internacionales y de las cantidades producidas. En efecto, los precios de exportación del petróleo y el carbón aumentaron entre 2005 y 2013 101% y 84%, respectivamente (Gráfico R1.3). En el resto de sectores mencionados se ha observado una consolidación de los

* Los autores son, en su orden, profesional especializado y profesional del Departamento de Programación e Inflación, y profesional del Departamento Técnico y de Información Económica. Las opiniones, posibles errores y omisiones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Cepal (2013), "La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe, 2012", informe anual.

Gráfico R1.3
Utilidades totales y precios de exportación de los sectores
minero y petrolero



Fuente: Banco de la República.

inversionistas extranjeros, los cuales se han beneficiado en especial del crecimiento de la demanda interna.

La rentabilidad implícita² de la extracción minera y petrolera de los últimos cuatro años ha estado alrededor del 16%, cifra superior al promedio del resto de sectores, el cual ha sido del 10%. La Cepal (2013) menciona que las inversiones extranjeras en extracción de materias primas han obtenido una rentabilidad superior al 10% en algunos países como Bolivia, Chile, Colombia, Perú y la República Dominicana, en contraste con una rentabilidad del 7,8% promedio de toda la región.

Los efectos sobre el déficit corriente de las utilidades de los sectores minero y petrolero son diferentes al del resto de actividades. En el primer caso, los ingresos y, por ende, las utilidades se originan principalmente en exportaciones, lo que mitiga el impacto en la cuenta corriente. Por su parte, el resto de sectores (comercio, servicios públicos y financieros, comunicaciones y parte de la industria) que se dedican en particular al mercado interno, no registran ingresos externos significativos que amortigüen las utilidades reportadas en la balanza de pagos.

Finalmente, es importante anotar que una parte de las utilidades totales registradas como egresos en la cuenta corriente se reinvierten en el país como un componente de la IED. Los sectores diferentes a minería y petróleo son los que utilizan una mayor proporción de sus ganancias (tres cuartas partes, equivalentes a US\$3.200 m) para financiar su operación interna. Del total de reinversión de utilidades del país, el

73% se explica en especial por la industria manufacturera, el transporte y comunicaciones, y los servicios públicos y financieros.

3. Perspectivas

Considerando el panorama futuro de los precios internacionales de los productos mineroenergéticos, estos mercados estarían experimentando la finalización de un ciclo de precios altos observados en los últimos años y que, en el caso colombiano, han favorecido la llegada de IED. Con una probable reducción de la cotización internacional de productos como el petróleo y el carbón, se estima una posible disminución de los flujos de IED hacia estos sectores. Lo anterior implicaría menores rentas factoriales asociadas con dichas inversiones, pero asimismo estaría relacionado con una caída de los ingresos externos derivados de estas exportaciones, que en neto podrían significar presiones adicionales al déficit en la cuenta corriente.

Por su parte, el aumento observado de la IED hacia otros sectores impone un desafío adicional para la dinámica del déficit en el mediano y largo plazos. La llegada de recursos a sectores diferentes al mineroenergético, tales como transporte, financiero, comercio y telecomunicaciones, que dependen en gran medida del mercado interno podría significar un incremento futuro del gasto corriente si se mantiene la dinámica creciente de la demanda interna ya que estos sectores son los que menos contribuyen a la generación directa de divisas que permiten mitigar el efecto de la remisión de utilidades. En esta medida, los grandes proyectos de infraestructura y de telecomunicaciones, así como el impulso actual de la fuerte demanda interna, seguirán aumentando la importancia relativa de estos sectores, lo que podría generar en la remisión de dividendos y utilidades una mayor fuente de salida de recursos.

El contexto internacional favorable para las inversiones en países emergentes también significó un aumento importante de la IED en Colombia, no solo mediante los incrementos en las participaciones de capital, sino también por el impulso de la reinversión de utilidades, estimulada por las bajas tasas de los mercados internacionales y la incertidumbre en las economías avanzadas. Esta situación podría revertirse en un panorama de recuperación de los mercados internacionales y la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, reduciendo los flujos de recursos hacia los países emergentes y, en este sentido, moderando el crecimiento de los retornos al capital extranjero.

Finalmente, es importante anotar que, al tiempo que se ha aumentado la IED en Colombia, también se ha registrado un mejor desempeño en los niveles de constitución de activos por parte de colombianos en el exterior. Ello podría compensar de manera parcial las presiones al déficit en la cuenta corriente, mediante los ingresos que por utilidades podrían tener estas inversiones en los años siguientes.

2 Es el cociente entre el egreso por utilidades registrado en la balanza de pagos y el acervo de capital de cada sector que hace parte de la posición de inversión internacional bajo el concepto de IED.

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

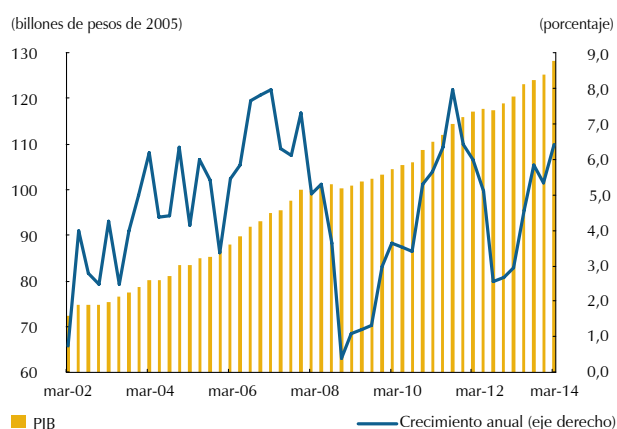
En el primer trimestre de 2014 la economía colombiana creció 6,4% en términos anuales, cifra que se situó por encima del dato del cuarto trimestre de 2013 y del rango de pronóstico presentado en el anterior Informe sobre Inflación. La aceleración se explica, principalmente, por el dinamismo registrado en la demanda interna, tanto por el consumo como por la inversión.

Durante el segundo trimestre de 2014 el PIB habría mantenido un buen ritmo de expansión, aunque menor al observado en los tres primeros meses del año. El consumo privado y la inversión continuarían contribuyendo activamente al desempeño de la demanda interna.

Por ramas de actividad, se destacaría el desempeño de sectores como la construcción, los servicios sociales, personales y comunales y los servicios financieros.

A. EL PIB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2014

Gráfico 14
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Durante los primeros tres meses de 2014 el aparato productivo colombiano se expandió a una tasa anual de 6,4% (Gráfico 14), según lo reportado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). Este resultado fue mayor que aquel registrado para el último trimestre de 2013 (5,3%), y se ubicó por encima de lo esperado por el mercado y del rango de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 4,2% y 5,4%, con 4,8% como cifra más probable). La expansión entre trimestres fue de 2,3%. Adicionalmente, cabe señalar que el DANE revisó al alza el crecimiento para todo 2013, al pasar de 4,3% a 4,7%.

Es importante reseñar que el efecto calendario de un mayor número de días hábiles durante este período

habría influido en las series publicadas por el DANE. Según estimaciones del equipo técnico del Banco de la República, este efecto habría sumado 50 puntos básicos (pb) al crecimiento del PIB, lo cual sugiere que, al descontarlo, la expansión de la economía colombiana durante el primer trimestre se habría ubicado alrededor de 5,9% anual.

El buen resultado en materia de crecimiento económico durante dicho período obedeció a una aceleración del ritmo de expansión de la demanda interna, que creció 8,7% en términos anuales, la mayor tasa observada durante los últimos nueve trimestres. La dinámica de este rubro fue impulsada en gran medida por el comportamiento de la inversión, aunque el consumo interno también se expandió a un buen ritmo. En el primer caso se destacó el desempeño de la construcción de obras civiles, mientras que en el segundo lo hizo el consumo final del Gobierno (Cuadro 4).

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2013				2013	2014	Contribuciones al crecimiento
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	I trim. 2014
Consumo total	3,8	4,5	4,6	4,5	4,4	5,6	4,5
Consumo de hogares	3,6	4,4	4,5	4,4	4,2	5,1	3,4
Bienes no durables	2,5	4,7	4,3	5,0	4,1	5,6	1,2
Bienes semidurables	3,7	7,0	6,4	6,6	5,9	6,8	0,4
Bienes durables	5,3	4,2	9,8	(3,2)	3,8	6,2	0,2
Servicios	4,0	4,1	4,1	4,5	4,2	4,3	1,5
Consumo final del Gobierno	5,6	5,7	5,9	6,1	5,8	7,5	1,2
Formación bruta de capital	0,8	1,8	10,7	7,4	5,1	16,9	4,7
Formación bruta de capital fijo	4,5	0,8	11,7	7,7	6,1	14,6	4,1
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(1,4)	(6,1)	(10,0)	(13,9)	(7,9)	3,7	0,0
Maquinaria y equipo	2,5	3,0	1,6	4,3	2,9	12,8	1,2
Equipo de transporte	(14,4)	(14,6)	1,5	9,4	(4,9)	3,6	0,1
Construcción y edificaciones	12,2	12,5	31,8	(3,7)	12,0	8,3	0,6
Obras civiles	10,2	(0,2)	19,7	20,8	11,9	25,4	2,2
Servicios	4,0	(2,6)	12,9	3,3	4,2	6,0	0,0
Demanda interna	3,1	4,0	6,3	5,4	4,7	8,7	9,5
Exportaciones totales	0,7	10,3	2,3	8,5	5,4	6,9	1,2
Importaciones totales	1,7	4,2	4,8	7,4	4,5	16,3	(4,3)
PIB	2,9	4,6	5,8	5,3	4,7	6,4	6,4

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, el consumo privado registró una buena tasa de crecimiento, mayor que la reportada hacia finales del año pasado y que su promedio desde 2001 (4,0%). Al desagregar este rubro en sus componentes, se observaron aceleraciones en los gastos de bienes no durables, semidurables y durables. El consumo de servicios mantuvo una dinámica importante, similar a su promedio histórico (4,2%).

La inversión mostró un dinamismo importante y todos sus componentes se expandieron a tasas superiores que las reportadas en el último trimestre de 2013.

Con respecto a inversión, la mayoría de renglones que la componen se expandieron a tasas superiores que las reportadas por el DANE para el último trimestre del año pasado. La contribución más alta se originó en la construcción de obras civiles, rubro que creció a una tasa anual de 25,4%. La construcción de edificaciones también registró un crecimiento importante, por encima del resto de la economía, aunque menor que la cifra de 2013. También, se destaca el desempeño de la inversión en maquinaria y equipo, la cual se incrementó un 12,8% frente al mismo período de un año atrás. El único componente que se desaceleró frente al registro del cuarto trimestre fue el de gasto en equipo de transporte, aunque cabe resaltar que creció a tasas positivas y mayores que las observadas en promedio para todo 2013.

En materia de comercio exterior se observaron comportamientos mixtos. Por un lado, las exportaciones registraron una leve desaceleración del crecimiento anual frente al cuarto trimestre de 2013. Esto último obedeció principalmente a los distintos choques de oferta que se presentaron en el sector minero a lo largo del trimestre y al cierre temporal de la refinería de Cartagena (Reficar, véase Capítulo I). Para las importaciones el DANE reportó una mayor expansión gracias a las compras al exterior de productos refinados del petróleo (en parte debido al cierre temporal de Reficar), de material de construcción y de bienes de capital.

Por el lado de la oferta, los sectores que presentaron la mayor contribución al crecimiento de la economía colombiana fueron, en su orden, la construcción, los servicios financieros y los servicios sociales, comunales y personales (Cuadro 5). En los primeros tres meses de 2014 la mayoría de actividades mostraron una tasa anual de expansión mayor que la observada en el cuarto trimestre de 2013, excepto la de minería y de electricidad, gas y agua. Se destaca la actividad industrial, que mostró una significativa aceleración con respecto al trimestre anterior.

El sector de desempeño más sobresaliente fue el de la construcción, tanto de obras civiles (24,8%) como de edificaciones (7,9%). El comportamiento de la primera rama estuvo ligado principalmente a la buena dinámica registrada por el grupo de carreteras, calles y puentes, el cual creció 31,9% y aportó 12,7 puntos porcentuales (pp) a la variación total. Este resultado se explica por el mayor pago efectuado en construcción, mantenimiento, reparación y adecuación de vías interurbanas tanto de las entidades de orden nacional como territorial, las cuales registraron un aumento en los pagos de 30,5% y 32,9%, respectivamente. Por su parte, el comportamiento de las edificaciones fue resultado de una ejecución más alta en las etapas del proceso constructivo con mayor valor agregado, de la continuación de los programas de vivienda de interés prioritario por parte del Gobierno y del estímulo que brindan los subsidios en tasa de interés para créditos hipotecarios en el caso de compra de vivienda para estratos de ingresos medios.

Los sectores que presentaron la mayor contribución al crecimiento de la economía colombiana fueron la construcción, los servicios financieros y los servicios sociales, comunales y personales.

En cuanto al sector financiero, aunque durante el primer trimestre el ritmo de crecimiento de la cartera total se ubicó por debajo del promedio de los últimos cuatro años (15,3%), de todas maneras se observó una aceleración: de 12,8% en diciembre 2013 a 13,6% en marzo de 2014. Lo anterior, acompañado de un margen de intermediación que aumentó levemente, generó un comportamiento favorable para

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

Ramas de actividad	2013				2013	2014	Contribución al crecimiento anual (I trim. de 2014)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,1	7,6	5,2	5,9	5,5	6,1	0,4
Explotación de minas y canteras	1,0	4,3	6,8	7,8	4,9	5,6	0,4
Industria manufacturera	(4,8)	1,1	(0,2)	0,0	(1,0)	3,3	0,4
Electricidad, gas y agua	4,4	5,9	4,0	5,3	4,9	3,1	0,1
Construcción	11,1	6,1	23,3	8,6	12,0	17,2	1,3
Edificaciones	11,1	11,9	29,9	(3,0)	11,4	7,9	0,3
Obras civiles	11,3	1,9	18,8	20,6	12,7	24,8	1,1
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,9	4,3	4,6	5,5	4,3	5,6	0,7
Transporte, almacenamiento y comunicación	2,1	3,2	3,5	3,5	3,1	4,5	0,3
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	3,8	4,6	6,0	5,7	5,0	6,0	1,2
Servicios sociales, comunales y personales	5,0	5,1	5,0	6,2	5,3	6,3	1,0
Subtotal valor agregado	2,7	4,3	5,6	5,2	4,5	6,3	5,7
Impuestos menos subsidios	3,8	4,6	5,7	4,5	4,7	7,7	0,8
PIB	2,9	4,6	5,8	5,3	4,7	6,4	6,4

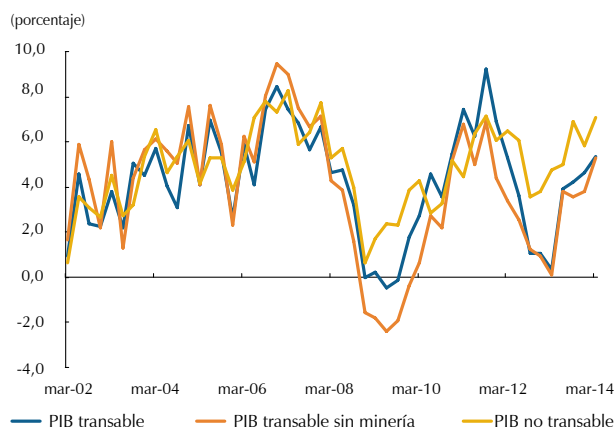
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

el PIB sectorial durante los primeros tres meses de 2014 (6,0%), que además fue superior a su promedio de los últimos seis años (4,7%). Cabe señalar que dicho rubro se mantiene como uno de los que más aportan a la economía, dada su alta participación en el PIB (18,7%).

Entre los sectores de mejor desempeño también se encuentra el de los servicios sociales, comunales y personales. Esta rama mantuvo su dinamismo y creció 6,3%. Esto se explicó principalmente por un aumento sostenido del rubro relacionado con la administración pública y la defensa (8,3%), en parte por los incrementos salariales en la rama judicial.

Con respecto a la industria, se observó una aceleración significativa en los primeros tres meses del año (3,3% anual), luego de haber presentado un crecimiento nulo en el cuarto trimestre de 2013. Entre las subramas que mostraron mayores expansiones se destacan las dedicadas a la trilla de café, azúcar, prendas de vestir e hilados, y el grupo de aceites, grasas y otros productos alimenticios. Cabe señalar que el comportamiento de dicho sector estuvo influenciado por la presencia de un número mayor de días hábiles, puesto que este año la Semana Santa se desplazó para el segundo trimestre. Al descontar este efecto, la industria habría crecido 1,0%. También, debe tenerse en cuenta que el cierre temporal de Reficar afectó la producción del grupo de refinación del petróleo (-5,5%). Esta subrama representa un 12,5% en el total de la rama manufacturera.

Gráfico 15
 PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables
 (crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Como viene sucediendo desde hace más de dos años, en el primer trimestre el crecimiento de la economía colombiana estuvo liderado de nuevo por los sectores no transables, aunque tanto en este caso como en el de transables se observaron aceleraciones. Para el primer grupo de sectores, la expansión anual fue de 7,1%, mayor que el 5,8% del período anterior. El PIB de sectores transables, por su parte, creció 5,4% frente al 4,6% del cuarto trimestre de 2013 (Gráfico 15).

B. PRONÓSTICOS DE CORTO PLAZO PARA EL PIB

La información disponible sobre el desempeño de la actividad económica sugiere que el PIB durante el segundo trimestre del año se habría expandido a tasas menores que las registradas para los primeros tres meses del año. Los nuevos choques de oferta que se presentaron durante dicho período, en particular aquellos relacionados con la infraestructura petrolera, habrían exacerbado el efecto estadístico de un menor número de días hábiles (el cual ya se había incorporado en los pronósticos de anteriores versiones de este informe). De todas maneras, la demanda interna habría continuado mostrando un buen ritmo de expansión, con un consumo agregado que habría crecido a tasas ligeramente por debajo de lo observado para el primer trimestre y con una inversión que también habría normalizado su dinamismo.

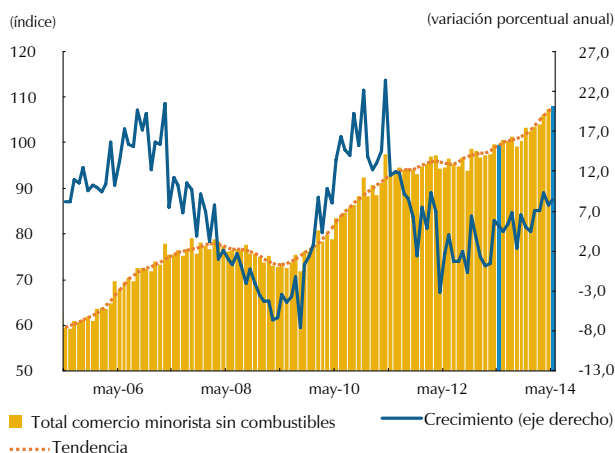
El consumo habría mostrado un buen ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, por encima de su promedio histórico y a una tasa similar a la registrada durante el primero. Lo anterior se infiere del comportamiento de los indicadores de gasto, ingresos y financiación de los hogares. Con base en la información más reciente de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM)¹¹ del DANE a mayo, se esperan leves desaceleraciones en la expansión del consumo de bienes semidurables y de durables, las cuales fueron probablemente contrarrestadas por un buen comportamiento del gasto en servicios y bienes no durables.

El consumo habría mostrado un buen ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, por encima de su promedio histórico.

Al respecto, en mayo la expansión del índice agregado de ventas al por menor fue de 8,5% frente al mismo mes de 2013 (Gráfico 16). Con ello, el bimestre abril-mayo registró un crecimiento anual de 8,2%, similar al registrado para el promedio del primer trimestre (7,9%). El buen momento de las ventas minoristas se confirma al descontar el segmento de ventas de vehículos y motocicletas: el agregado resultante creció a una tasa anual de 8,7% durante el mismo bimestre (frente a 6,4% entre enero y marzo de 2014).

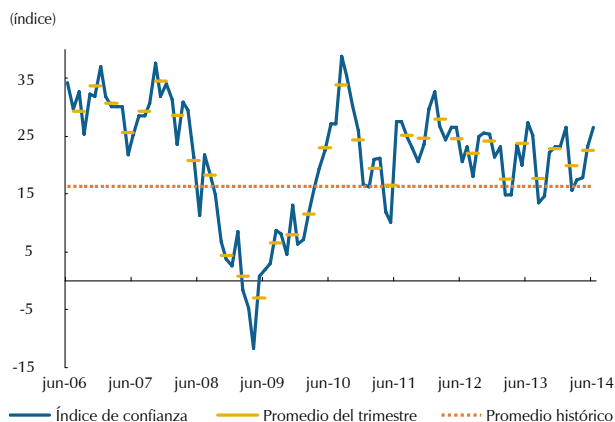
11 El DANE modificó recientemente la base y aumentó la cobertura de la antigua *Muestra mensual de comercio al por menor* (MMCM), la cual pasó a conocerse ahora como la EMCM.

Gráfico 16
Muestra mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles,
desestacionalizado)



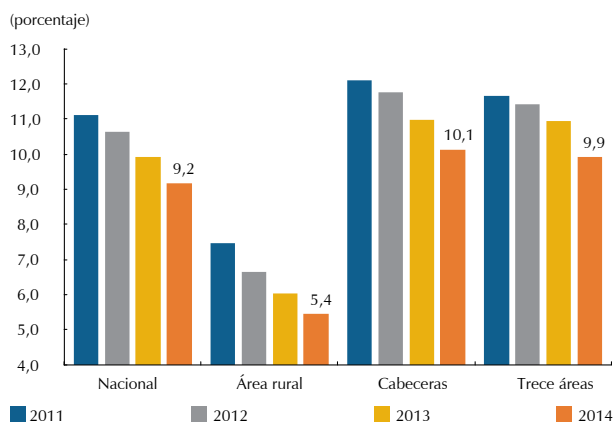
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 17
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 18
Tasa de desempleo
(trimestre móvil marzo-abril-mayo)



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

Con relación al consumo durable, según el DANE, las ventas de vehículos automotores y motocicletas crecieron 5,4% anual en el bimestre abril-mayo, cifra significativamente menor que la registrada para el primer trimestre (15,5%). Además, las cifras de ventas al detal de automóviles publicadas por la ANDI-Fenalco-Econometría confirman un menor dinamismo de este renglón del gasto privado: durante el segundo trimestre estas se expandieron solo 1,4% anual, mientras que durante el primero lo hicieron en 11,1%. Lo anterior permite pensar que el gasto de las familias destinado a este tipo de bienes habría crecido a tasas menores que las registradas para los primeros tres meses del año.

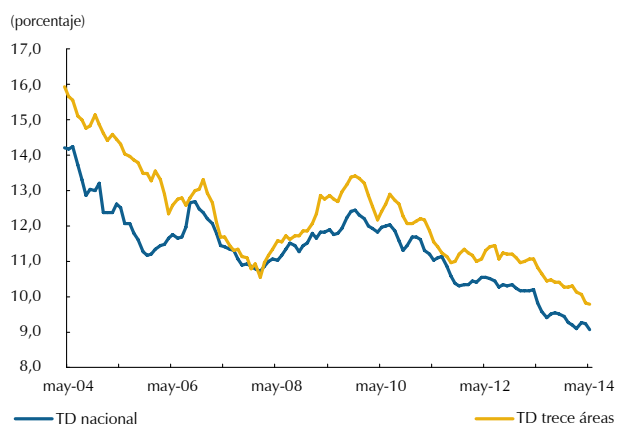
El comportamiento de otros indicadores que dan cuenta sobre lo que habría sido la dinámica del gasto privado durante el segundo trimestre es afín con lo sugerido por la EMCM del DANE. El índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo mostró recuperaciones en el margen, pero el promedio para el trimestre abril-junio no dista de lo registrado hacia finales del año pasado y en promedio para todo 2013 (Gráfico 17).

Los resultados recientes en materia de mercado laboral corroboran el buen momento que atraviesa la economía y ayudan a explicar el desempeño favorable del consumo de los hogares. Con información al trimestre móvil terminado en mayo, la tasa de desempleo continuó exhibiendo reducciones anuales importantes en todos los dominios geográficos (Gráfico 18). Al descontar el componente estacional de las tasas de desempleo del total nacional y de las trece áreas, se hace evidente la tendencia decreciente que han mostrado ambas series desde mediados del año 2012 (Gráfico 19).

El descenso sostenido del desempleo obedeció a un incremento de la población ocupada, la cual creció 2,0% y 2,8% anual en el trimestre móvil terminado en mayo, para el total nacional y las trece principales áreas metropolitanas, respectivamente (Gráfico 20).

El número de ocupados en las trece áreas ha continuado aumentando en el segmento de trabajo asalariado, el cual se asocia con mejores condiciones laborales y

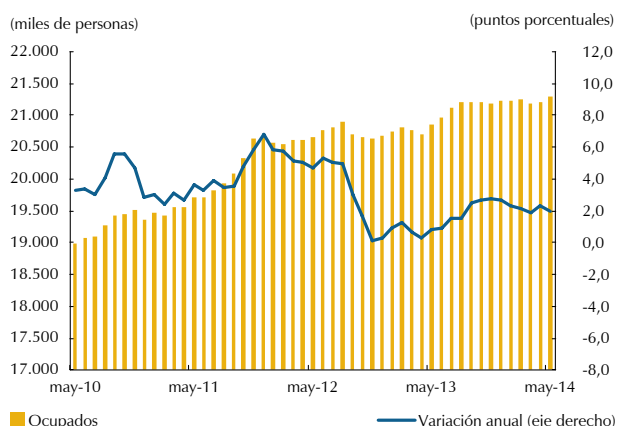
Gráfico 19
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



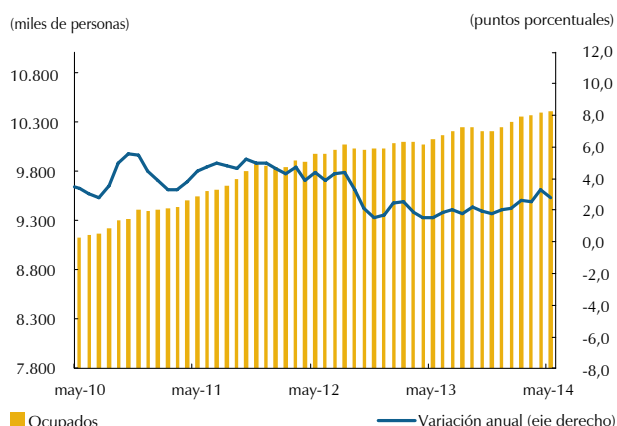
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20
Número de ocupados y variación anual

A. Total nacional



B. Trece principales áreas metropolitanas



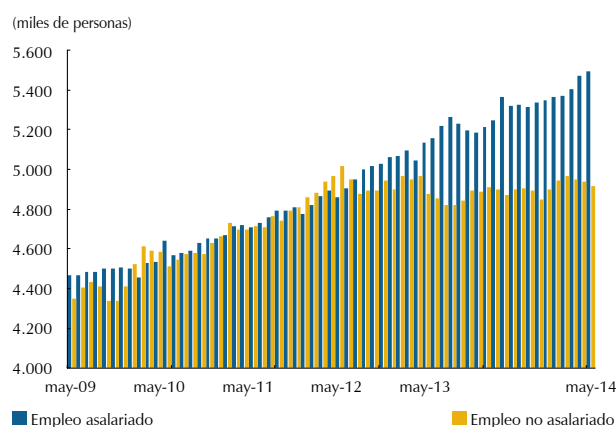
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

mayores ingresos laborales. Durante el trimestre marzo-mayo el empleo de este tipo se expandió a una tasa anual de 5,3%, mientras que el empleo no asalariado lo hizo solamente un 0,2% (Gráfico 21).

La dinámica del crédito de consumo continuó favoreciendo al comportamiento del consumo de los hogares. Durante el segundo trimestre de 2014 esta cartera dejó de desacelerarse, pues durante el trimestre abril-mayo el crédito de consumo se expandió a una tasa de 11,7% frente al mismo período del año pasado, igual ritmo que el registrado durante los primeros tres meses del año. Adicionalmente, la financiación de los hogares continúa siendo amplia: las tasas de interés reales de consumo continúan por debajo de su promedio desde 1998, mientras que las de tarjeta y usura mostraron una tendencia descendente que se mantuvo hasta finales del segundo trimestre (Gráfico 22).

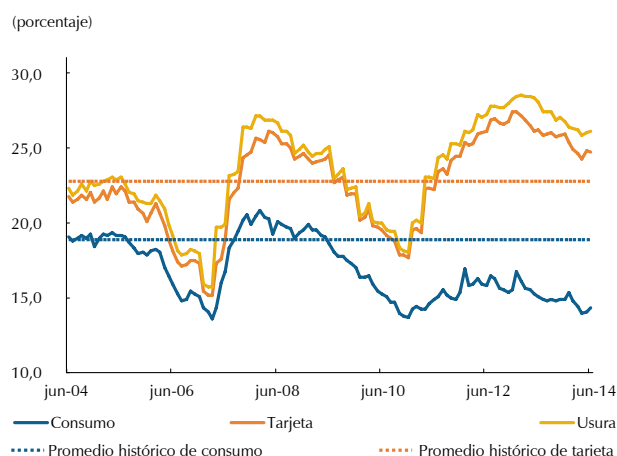
Por su parte, en este informe se estima que la formación bruta de capital fijo (FBCF) creció a tasas importantes durante el segundo trimestre, aunque menores que las observadas para los primeros meses de 2014. Esta desaceleración se habría dado, en parte, por una normalización en la tasa de expansión de la inversión en obras civiles, renglón que habría registrado una dinámica por encima del resto de la economía, pero menor que en los trimestres recientes. Al descontar los niveles de gasto en construcción de edificaciones y de obras civiles, el resto de rubros habría mostrado un

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



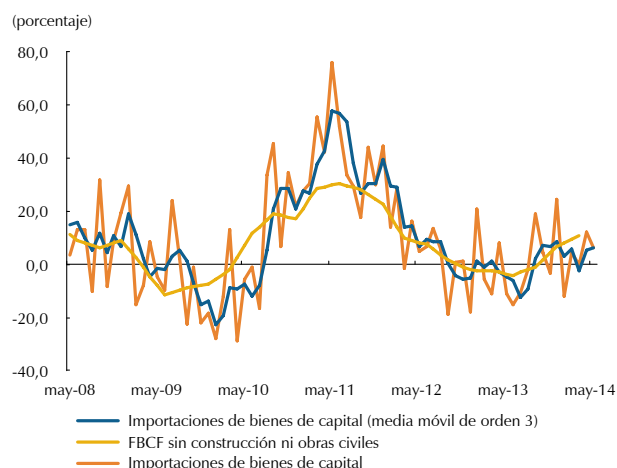
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 22
Tasas de interés reales de crédito a los hogares
(deflactadas con el IPC sin alimentos)



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

Gráfico 23
Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles
(variación anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

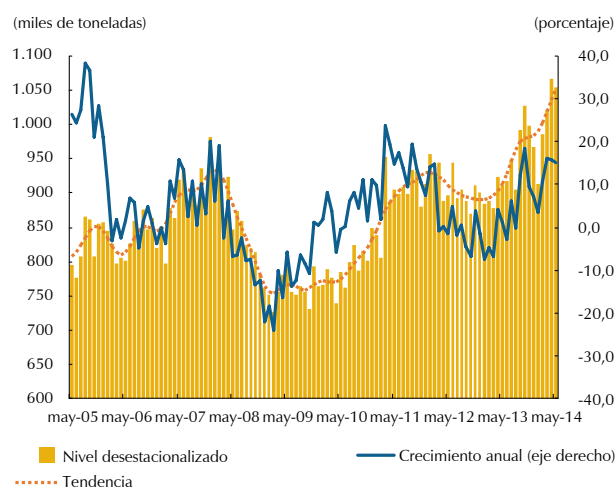
desempeño similar al registrado en el primer trimestre. Dicho pronóstico se sustenta en la información que a mayo resultó de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* del Banco de la República (EMEE) y de la dinámica de las cifras de importaciones de bienes de capital en términos reales (Gráfico 23).

Finalmente, en el segundo trimestre se habrían registrado desaceleraciones en los rubros de comercio exterior, según se infiere de las cifras de exportaciones e importaciones publicadas por el DANE con información a mayo. En el primer caso, el menor crecimiento estaría influenciado por el efecto estadístico de una alta base de comparación en el mismo período de 2013. Adicionalmente, las exportaciones tradicionales se habrían visto afectadas por los distintos choques de oferta presentados en el sector petrolero, principalmente. Las importaciones, por su parte, moderarían su ritmo de crecimiento, luego de las altas expansiones registradas para el primer trimestre.

Por el lado de la oferta, el balance de los distintos indicadores disponibles de actividad es mixto y apoya el pronóstico para el segundo trimestre de un ritmo de crecimiento menor que el observado en los primeros tres meses de 2014. En particular, hay noticias favorables en sectores como el comercio, la construcción y la producción de carbón. En contraste, en otras actividades se han apreciado desaceleraciones, como es el caso de la cafetera y en menor medida en la demanda de energía. Además, la producción de petróleo y el sacrificio de ganado se contrajeron.

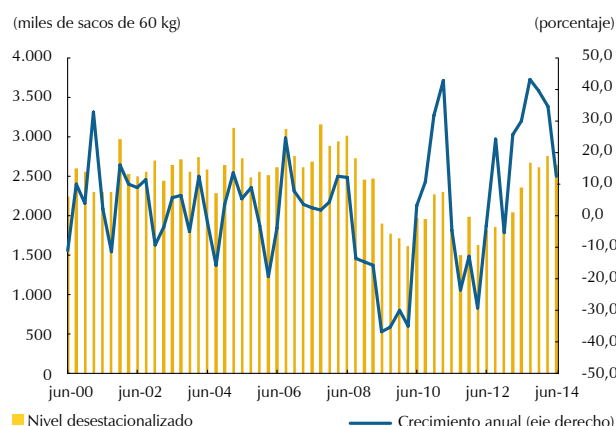
La construcción continuaría desempeñando un papel importante en el dinamismo de la economía colombiana durante el segundo trimestre del año. En el caso de las edificaciones, se espera una expansión similar a la observada en los primeros meses del año. Con información a mayo, la producción y los despachos de cemento crecieron 15,3% y 14,7%, respectivamente (Gráfico 24). Las licencias de construcción mostraron un comportamiento favorable para el bimestre abril-mayo, al exhibir una expansión anual de 11,1% en promedio y un crecimiento acumulado a doce meses a mayo de 7,1%. Como se señaló, se espera que el sector exhiba cifras importantes, gracias a los estímulos del Gobierno (la continuación del programa de viviendas de interés prioritario y los subsidios en tasas de interés para créditos hipotecarios) y al buen desempeño del licenciamiento. En obras civiles, acorde con lo expuesto, por el lado de la oferta también se prevé un comportamiento importante, pero significativamente menor que el registrado durante el trimestre anterior (24,8%).

Gráfico 24
Producción de cemento
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



Fuentes: Federación Nacional de Cafeteros, cálculos del Banco de la República.

En cuanto al comercio, el buen desempeño de las ventas al por menor, como ya se mencionó, permite confiar que continuará expandiéndose a un buen ritmo. Coherente con ello, en mayo de 2014 se destaca el incremento de 2,4% anual registrado en el empleo generado por esa rama, el cual se explica por un aumento en la contratación de personal permanente (3,9%), frente a una disminución de la contratación de personal temporal por intermedio de agencias (-2,4%).

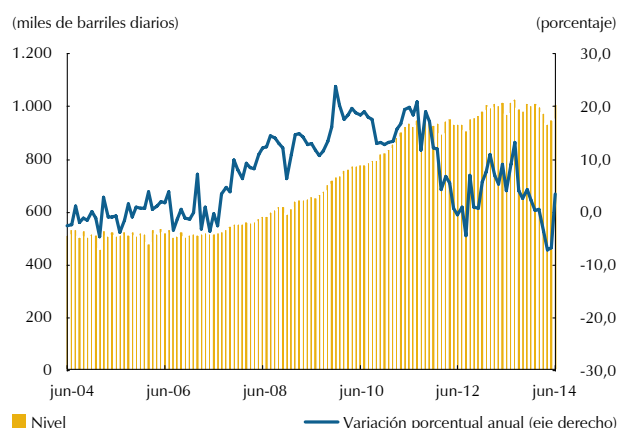
Para el sector agropecuario se espera un crecimiento menor al observado en los primeros tres meses, que se explica por la significativa desaceleración registrada en la producción de café y la reducción en el sacrificio de ganado. En el primer caso, de acuerdo con las cifras publicadas por la Federación Nacional de Cafeteros y ajustando por estacionalidad, la producción pasó de crecer 34,9% en el primer trimestre a 12,4% en el segundo (Gráfico 25). Algo similar ocurre con las cifras de exportaciones a mayo reportadas por el DANE. Por su parte, el sacrificio de ganado se contrajo 8,9% en el bimestre abril-mayo, luego de haber crecido 1,0% en el primer trimestre, lo cual obedece a la fase de retención ganadera que se habría iniciado en meses anteriores.

En la minería el panorama es mixto: mientras la producción de petróleo se contrajo significativamente, la de carbón parece haber mejorado bastante. Aunque en junio la producción de petróleo se ubicó por encima del millón de barriles diarios (1.008 miles de barriles diarios [mbd]), durante el segundo trimestre se mantuvo en promedio alrededor de 964 mbd, lo que implicó una contracción anual de 3,5% para dicho período.

Dicha cifra es menor que la esperada por el gremio y que la meta propuesta por las autoridades económicas (Gráfico 26). Este comportamiento está atribuido a los problemas de seguridad que afectaron la infraestructura en el mes de abril de 2014. En lo que respecta al carbón, las cifras de los volúmenes de exportación publicadas por el DANE indican una aceleración de la actividad, de 17,7% en el primer trimestre a 27% en el bimestre abril-mayo.

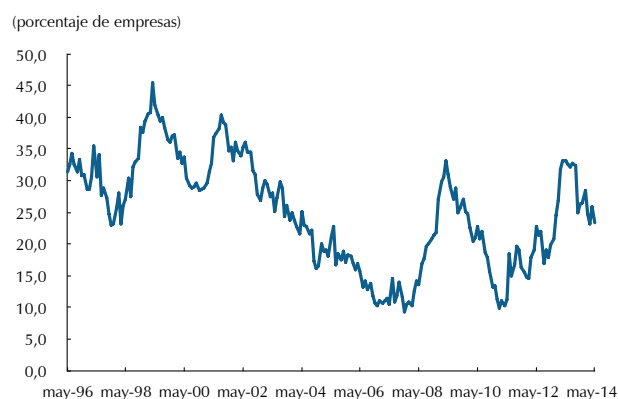
Por último, de acuerdo con cifras de la *Muestra mensual manufacturera* (MMM), aunque el índice de producción industrial sin trilla de café del DANE (IPI) creció 2,0% en mayo de 2014, en el bimestre abril-mayo acumuló una expansión cercana a cero (-0,2%). Esto se explica por el efecto del menor número de días hábiles. Al desestacionalizar la serie del IPI teniendo en cuenta los efectos calendario,

Gráfico 26
Producción de petróleo
(nivel y crecimiento anual)



Fuentes: Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), cálculos del Banco de la República.

Gráfico 27
Evolución de la demanda como problema de la industria



Fuente: encuesta de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia.

las estimaciones sugieren que el crecimiento en el bimestre habría sido 3,0%¹². Dentro de la rama se siguió apreciando una gran heterogeneidad en los resultados: mientras que subsectores como ingenios (59,8%), sustancias químicas (11,0%), bebidas (7,5%), otros productos alimenticios (10,6%) y minerales no metálicos (5,3%) registraron crecimientos positivos importantes, otros subsectores, como refinación del petróleo (-26,1%), metales preciosos y no ferrosos (-21,1%) y productos elaborados de metal (-8,7%) reportaron caídas significativas. Esto, junto con los efectos calendario (Semana Santa y festivos), dificulta el diagnóstico sobre el comportamiento agregado del sector.

De acuerdo con la Asociación Nacional de Industriales de Colombia (ANDI), con información a mayo, los empresarios han percibido un aumento de la competencia de productos importados a lo largo del año en el mercado interno, pero con mejorías en la demanda de sus productos (Gráfico 27). Asimismo, con información a junio de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo, los indicadores de pedidos y de existencias de la industria se mantuvieron en niveles relativamente favorables. Algo similar ocurre con las expectativas a tres meses. Los componentes tendenciales sugieren que la industria continuaría su proceso de recuperación, aunque de manera lenta.

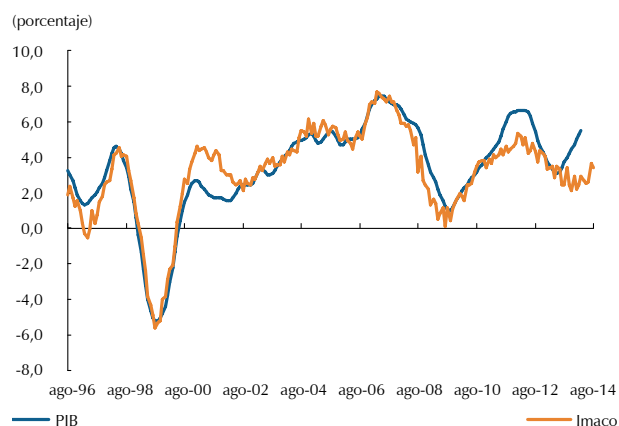
Todo lo anterior permite prever que el crecimiento del PIB colombiano en el segundo trimestre de 2014 se ubicaría entre 3,6% y 5,0%, con un escenario más probable

alrededor del punto medio del intervalo. Por ramas de actividad, las más dinámicas continuarían siendo la construcción, los servicios sociales, comunales y personales, y los servicios financieros. La industria se desaceleraría y mostraría una expansión casi nula, pero esto sería transitorio, por el fenómeno de días hábiles. Se espera que en la segunda mitad del año la industria retome una senda de recuperación gradual. El rango de pronóstico contempla una incertidumbre importante sobre el comportamiento final de la inversión en obras civiles y del consumo del Gobierno.

El indicador líder Imaco (Gráfico 28), calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a mayo, señala un crecimiento acumulado a doce meses por debajo de lo proyectado en la senda central. Este hecho se tuvo en cuenta para

12 El lector puede encontrar la descripción de la metodología de este cálculo en la serie Borradores de Economía, núm. 820. “Efectos calendario sobre la producción industrial en Colombia”, de L. F. Melo y D. Parra (2014).

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



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

la elaboración del balance de pronósticos (*fan chart*) del PIB, que se presenta en el capítulo IV de este informe. Es relevante anotar que la metodología del Imaco no contiene indicadores de sectores como la construcción, que están contribuyendo de manera importante al crecimiento, que sí están considerados en la senda del escenario central que se muestra en los *fan chart*, y por ello el indicador podría estar subestimando la expansión del PIB de Colombia.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación anual al consumidor aumentó en el segundo trimestre, acercándose al punto medio del rango meta un poco más rápido de lo previsto en informes anteriores.

La inflación básica también aumentó en los últimos tres meses y se situó en junio en 2,8%, según el promedio de los indicadores utilizados por el Banco de la República.

En el segundo trimestre se siguieron observando presiones alcistas en los precios del componente transable del IPC, pese a que el peso se apreció.

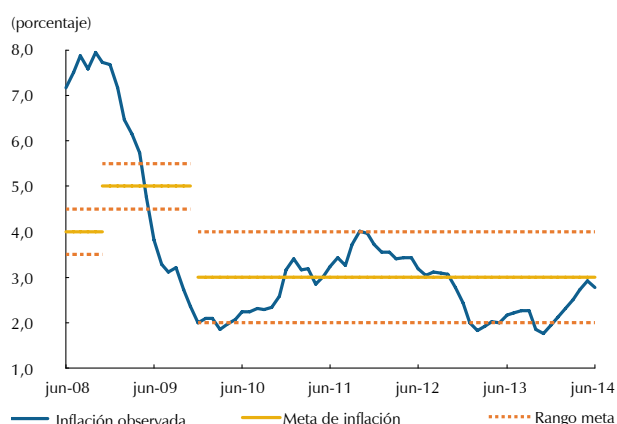
Buena parte del aumento de la inflación de los últimos meses siguió obedeciendo a alzas en los precios de los alimentos, los cuales habían alcanzado niveles muy bajos el año pasado.

La inflación anual al consumidor presentó una tendencia ascendente durante los primeros cinco meses del año, reduciéndose levemente solo en junio, cuando se situó en 2,79%. El nivel de este mes superó al de marzo (2,51%) y al de diciembre del año pasado (1,94%) (Gráfico 29 y Cuadro 6).

La inflación anual en junio estuvo por encima de lo esperado por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República en los *Informes sobre Inflación* anteriores, aunque se mantuvo por debajo del rango meta definido por la Junta Directiva del Banco de la República (entre 2,0% y 4,0%).

Son varios los eventos que explican el aumento de la inflación durante la primera mitad del año, algunos concentrados principalmente en el primer trimestre y otros en el segundo. Dentro de los primeros cabe mencionar la desaparición del efecto bajista que sobre la inflación anual tuvo la disminución de algunos impuestos indirectos sobre los combustibles, materias primas, vehículos y algunos alimentos a comienzos

Gráfico 29
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

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

Descripción	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13	Mar-14	Abr-14	May-14	Jun-14
Total	2,44	1,91	2,16	2,27	1,94	2,51	2,72	2,93	2,79
Sin alimentos	2,40	2,11	2,48	2,36	2,36	2,62	2,85	2,76	2,66
Transables	0,77	1,13	1,10	1,34	1,40	1,65	1,83	1,95	1,94
No transables	3,92	3,85	3,78	3,70	3,76	3,55	3,51	3,68	3,45
Regulados	1,91	0,20	1,98	1,24	1,05	2,21	3,05	2,14	2,14
Alimentos	2,52	1,41	1,34	2,05	0,86	2,23	2,39	3,35	3,11
Perecederos	-3,90	-1,86	2,44	5,94	-0,16	3,17	6,89	10,97	8,92
Procesados	2,83	1,25	-0,11	0,18	-0,24	0,92	0,51	1,23	1,44
Comidas fuera del hogar	4,90	3,22	3,51	3,74	3,26	4,13	3,73	3,75	3,52
Indicadores de inflación básica									
Sin alimentos	2,40	2,11	2,48	2,36	2,36	2,62	2,85	2,76	2,66
Núcleo 20	3,23	2,78	2,83	2,79	2,72	2,86	2,80	3,14	3,04
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,02	2,51	2,14	2,19	2,19	2,53	2,54	2,63	2,53
Inflación sin alimentos ni regulados	2,55	2,67	2,63	2,69	2,74	2,74	2,80	2,95	2,81
Promedio de todos los indicadores	2,80	2,52	2,52	2,51	2,51	2,69	2,75	2,87	2,76

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

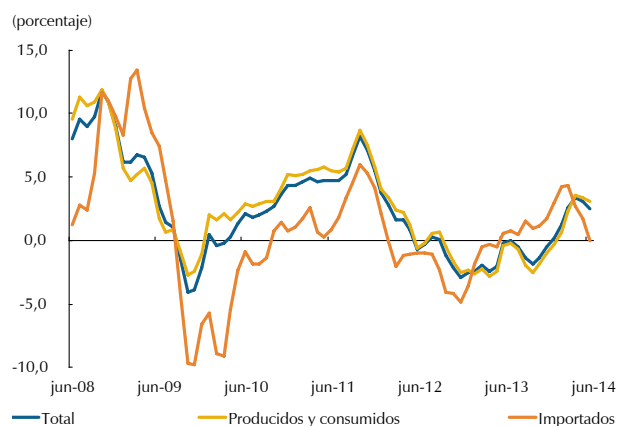
del año pasado. Igualmente, el congelamiento o reducción de las tarifas de diferentes servicios regulados, en especial, en el servicio del transporte y del aseo a lo largo de 2013. En ambos casos, el efecto de los descensos fue transitorio, eventos similares no se han repetido en lo corrido de 2014 y generaron una base de comparación baja para el cálculo de la inflación anual.

Efectos similares también generó la abundante oferta agropecuaria que se presentó el año anterior, producto de condiciones climáticas muy favorables, llevando a disminuciones de precios por debajo de niveles normales. Estas condiciones han desaparecido durante la primera mitad de 2014, observándose una tendencia creciente en los precios relativos de los alimentos en los primeros dos trimestres del año 2014.

Durante el segundo trimestre los precios al consumidor también se vieron afectados por algunas presiones alcistas moderadas, siendo la principal de ellas la depreciación acumulada del peso con respecto al dólar entre finales del año pasado y marzo. Este hecho se reflejó en alzas en un amplio conjunto de precios de bienes transables que comenzó en el primer trimestre de este año y continuó en el segundo, con una intensidad algo mayor que la esperada. Aunque la depreciación del peso se revirtió en los últimos tres meses, el traspaso de estos movimientos a los precios al consumidor aún no se ha percibido de manera clara.

La inflación anual en junio se situó por encima de lo esperado por el mercado y por el Banco de la República en informes anteriores.

Gráfico 30
IPP por procedencia
(variación anual)



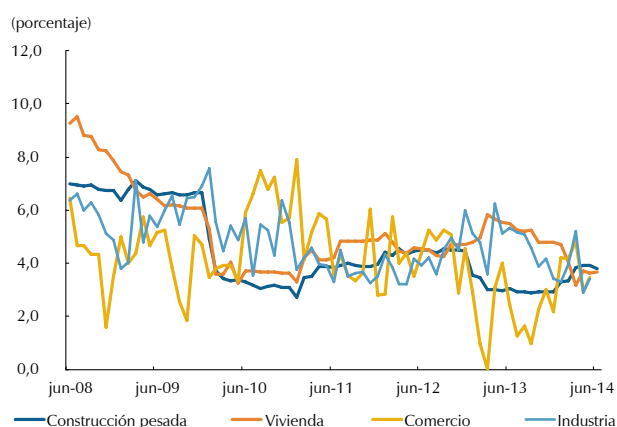
Fuente: DANE.

La depreciación del peso ocurrida en los primeros meses del año también indujo presiones inflacionarias sobre los costos no laborales, que eventualmente se habrían transmitido a los precios al consumidor en alguna medida. La variación anual del índice de precios al productor (IPP), indicador que es una aproximación a dichos costos, aumentó entre diciembre del año pasado (-0,5%) y abril (3,4%). No obstante, en mayo y junio la apreciación del peso observada desde abril habría revertido parcialmente esta tendencia, pues el IPP cayó a 2,5% en el último mes (Gráfico 30). La transmisión de los movimientos del tipo de cambio hacia los precios al productor y a los costos es más rápida y ha ocurrido principalmente mediante los precios de los productos importados, como lo sugiere el comportamiento del IPP importado.

Por otro lado, las presiones inflacionarias originadas por los costos salariales siguieron controladas, favorecidas por la reducción de los costos a la nómina. Desde enero de este año se eliminó el aporte a la salud a cargo del empleador, que era del 8,0% del salario. Adicionalmente, los costos salariales de la industria, el comercio, la vivienda y los servicios registraron incrementos en los salarios entre el 3,0% y el 4,0%, siendo compatibles con el cumplimiento de la meta de inflación para este año (Gráfico 31). En el caso de la industria manufacturera, estos dos hechos

han llevado a que los ajustes de las remuneraciones (que comprenden la suma de salarios y prestaciones) presente una tasa de variación anual de -0,2% a mayo.

Gráfico 31
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



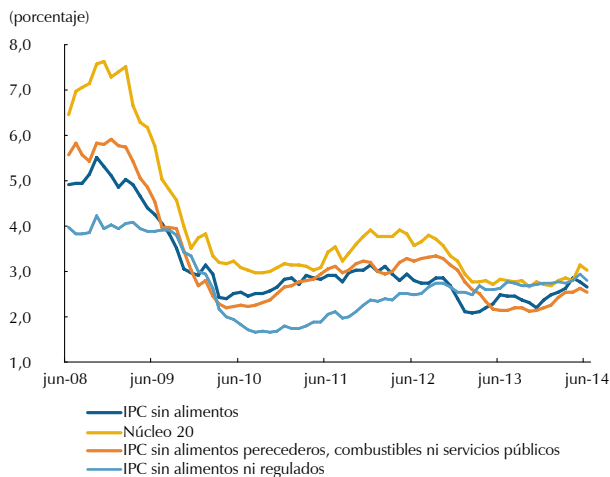
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A pesar del buen desempeño de la actividad económica y del gasto durante el primer semestre, como lo sugiere la información disponible (véase el capítulo II), aún no se perciben presiones inflacionarias de importancia originadas en la demanda. Lo anterior, a juzgar por la relativa estabilidad en el crecimiento del índice de precios al consumidor (IPC) de no transables en los últimos meses. Sin embargo, como se señala en el capítulo IV de este informe, la brecha del producto se encontraría ya en terreno positivo, por lo que no se descartan presiones sobre precios originadas en este frente para lo que resta del año y para 2015.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

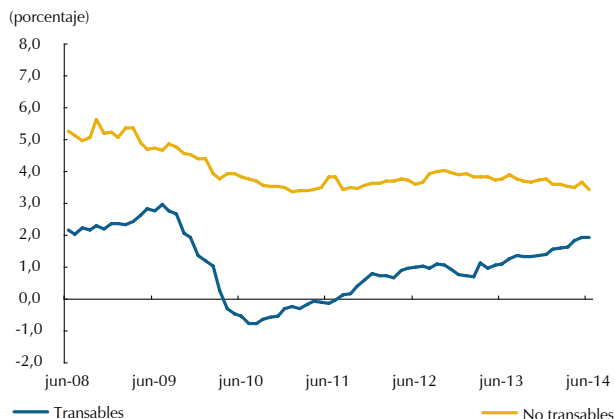
La inflación básica, aproximada como el promedio de los cuatro indicadores que monitorea regularmente el Banco de la República, aumentó 7 puntos básicos (pb) entre marzo y junio, cerrando el primer semestre en 2,76%. Salvo por el núcleo 20

Gráfico 32
Indicadores de inflación básica



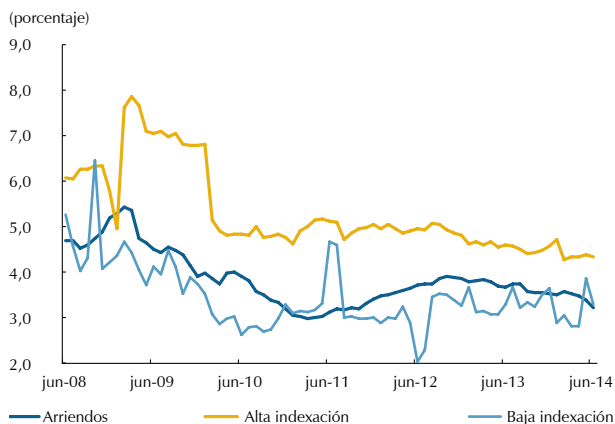
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 34
IPC de no transables
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

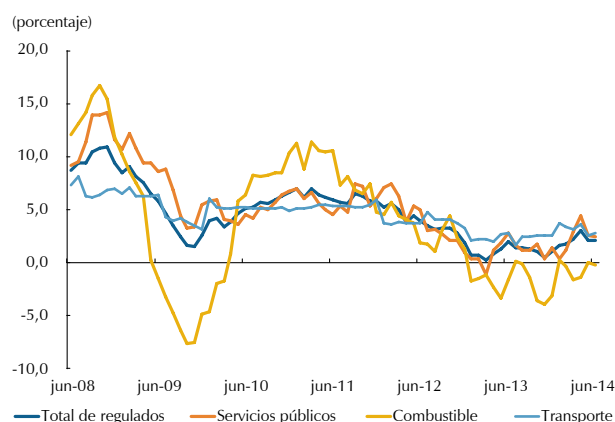
(3,0%), que fue el de mayor nivel, todos los indicadores de inflación básica se situaron por debajo de la meta puntual de inflación, siendo el más bajo el IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos (2,5%). El IPC sin alimentos, por su parte, se incrementó un poco entre marzo (2,6%) y junio (2,7%) (Gráfico 32, Cuadro 6).

Al analizar los componentes del IPC sin alimentos, se concluye que el de transables (sin alimentos ni regulados) fue el único subgrupo que generó presiones inflacionarias alcistas en lo corrido del año, y en particular en el segundo trimestre. El resultado de junio (1,9%) fue 54 pb y 29 pb más que lo observado en diciembre y marzo, respectivamente, y también un poco más que lo previsto en anteriores informes (Gráfico 33). Los precios de vehículos, pasajes aéreos, algunos electrodomésticos y algunos artículos de consumo no durable, entre otros, aumentaron en estos meses, impulsados en parte por la depreciación del peso a comienzos de año, aunque también a estas alzas pudo haber contribuido el dinamismo del consumo. Es importante anotar que en Colombia el traspaso de los movimientos de la tasa de cambio a los precios al consumidor opera con un rezago entre tres y cuatro meses. Por ello, pese a que el peso se apreció a partir de abril, aún en junio se seguían percibiendo algunas presiones alcistas sobre los precios de estos bienes.

A diferencia de lo sucedido con el componente transable, en el segundo trimestre la variación anual del IPC de no transables (sin alimentos ni regulados) y de regulados se redujo. En el primer caso se observó una disminución de 10 pb con respecto a lo observado en marzo pasado, finalizando el primer semestre con un registro de 3,5%. En la subcanasta de no transables se presentaron comportamientos mixtos: mientras los rubros de alta indexación se mantuvieron estables en el segundo trimestre en 4,3%, los de baja indexación aumentaron de 2,8% en marzo a 3,3% en junio y los arriendos, el rubro con mayor peso de la canasta, disminuyó de 3,6% en marzo a 3,5% en junio (Gráfico 34). La variación anual de arriendos ha decrecido de manera paulatina desde finales de 2012, y recientemente lo ha hecho sobre todo para las familias de ingresos medios y bajos, lo cual podría estar siendo explicado por un aumento en la oferta de vivienda nueva para estos grupos poblacionales.

La tendencia decreciente que desde finales del año pasado se observa en el IPC de no transables sin alimentos ni regulados, contrasta con el aumento en el dinamismo de la actividad económica y con la ampliación de la brecha del producto. Es posible que unos costos de producción que han tenido ajustes moderados en lo corrido del año y unas expectativas de inflación ancladas en la meta hayan contrarrestado las mayores presiones alcistas de demanda.

Gráfico 35
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto al IPC de regulados, el descenso de su variación anual en el segundo trimestre a 2,1% ocurre después de incrementos entre finales del año pasado y marzo de este año (Gráfico 35). En los regulados, la única presión alcista provino del comportamiento de la gasolina, cuyos precios sufrieron alzas debido al aumento en los precios internacionales y a la depreciación del peso a comienzos de año. En este caso, la apreciación reciente no se ha transmitido aún a los precios al consumidor. Además, la disminución cercana a los \$200 en el precio de la gasolina del año pasado, como consecuencia de la reducción en los impuestos indirectos decretada en la reforma tributaria más reciente, generó un crecimiento mayor de la variación anual del IPC de este rubro en el primer trimestre por efecto de una baja base de comparación estadística.

En contraste a lo sucedido con la gasolina, la variación anual en el IPC de los servicios públicos cayó 46 pp en el segundo trimestre, cerrando junio en 2,5%. El servicio de la energía durante lo corrido del año viene mostrando un comportamiento irregular, con algunos ajustes significativos, como el observado en abril cuando la tarifa de energía subió cerca de 2,7%. En lo corrido del año el IPC de energía se incrementó 5,4%. Este comportamiento alcista ha sido producto de la especulación en la bolsa de energía por el aumento de la probabilidad de ocurrencia de un evento de El Niño y por el incremento de la producción de energía térmica.

En el caso de las tarifas del gas, el fortalecimiento del peso a partir de abril, junto con la liberación del precio del gas natural, permitió un descenso en sus tarifas en los últimos meses. Así, su ritmo de ajuste anual disminuyó a 7,7% en junio desde el 12,9% observado tres meses atrás. Es importante anotar que el precio del gas originario de La Guajira antes de la liberación estaba atado a la evolución del precio internacional del *fuel oil*¹³.

13 Para mayor información sobre las nuevas normas que liberan el precio del gas en Colombia, véase las resoluciones 088 y 137 de 2013 de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG).

Gráfico 36
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

B. IPC DE ALIMENTOS

Aunque en junio la variación anual de los precios de los alimentos se desaceleró, la tendencia durante el segundo trimestre fue alcista y por encima de lo previsto tanto por el mercado como por el Emisor. Luego de registrar el nivel más bajo reciente en noviembre pasado (0,6%), las variaciones anuales de los alimentos se aceleraron a 2,2% en marzo y a 3,4% en mayo, descendiendo a 3,1% en junio (Gráfico 36).

El mayor ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos durante buena parte del primer semestre del año está asociado con la desaparición de algunos factores que favorecieron una baja inflación de este grupo

el año pasado y al fortalecimiento de presiones alcistas durante la primera mitad de 2014.

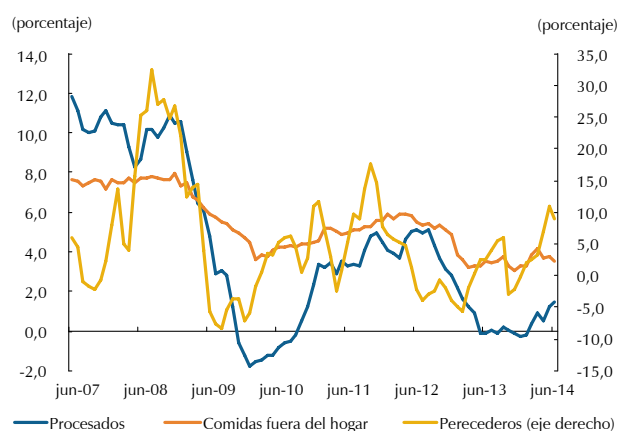
A lo largo del año 2013 se presentaron condiciones meteorológicas ideales que aumentaron la productividad agropecuaria, con incrementos en la oferta de alimentos y precios a la baja. De la misma manera, los precios internacionales de los alimentos tendieron a caer o permanecieron en niveles históricamente bajos. Asimismo, la más reciente reforma tributaria que comenzó a operar en 2013 generó presiones bajistas sobre el grupo de alimentos, al disminuir el impuesto al valor agregado (IVA) cobrado a algunos insumos agropecuarios, a varios alimentos y a las comidas fuera del hogar, entre otros bienes. Al desaparecer estos impactos bajistas a comienzos de 2014, comenzaron a operar otros factores, que han generado aumentos en los precios de los alimentos.

Entre aquellos aspectos está el caso de la depreciación de la tasa de cambio entre el peso y dólar en los tres primeros meses del año y del aumento en los precios internacionales de los alimentos en los cuatro primeros meses del año, que contribuyeron a impulsar la subcanasta de procesados desde

-0,2% en diciembre a 0,9% en marzo y a 1,4% en junio (Gráfico 37). A ello también se suma el aumento reciente en el precio de la carne de res (4,4% en lo corrido del año), lo cual estaría siendo explicado por el inicio de la fase de retención ganadera y por la sequía extendida en la región Atlántica y los Santanderes.

Esta última perturbación climática, junto con la disminución de las siembras ante los bajos precios observados el año pasado y ante los temores crecientes sobre la presencia de un evento de El Niño en los próximos meses, estarían explicando, en conjunto, una oferta reducida de alimentos perecederos y el aumento de sus precios. Así, estos pasaron de crecer de 0,2% en

Gráfico 37
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Las mayores presiones inflacionarias durante el segundo trimestre provinieron de los alimentos.

diciembre del año pasado a 3,2% en marzo y a 8,9% en junio, lo que en buena medida justificaría la aceleración de la inflación anual de los alimentos y del IPC total.

Los efectos alcistas anteriores también se percibieron en las comidas fuera del hogar, que presentaron un repunte entre diciembre (3,3%) y marzo (4,1%), para luego descender a 3,5% en junio. En este caso, los ajustes de precios siguen siendo menores que los observados el año pasado, lo que puede estar indicando que hasta junio la presiones de demanda eran todavía limitadas.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

La economía colombiana continuará expandiéndose a un buen ritmo el resto de 2014, impulsada por la demanda interna.

El crecimiento previsto para el año completo está alrededor del 5,0%, siendo superior a lo contemplado en el informe anterior.

La inflación al consumidor se situaría un poco por encima del 3,0% para finales de este año y comienzos del próximo.

Algunos riesgos alcistas que pesan sobre la inflación en el mediano plazo provienen de posibles presiones de demanda, un mercado laboral más apretado y eventuales aumentos en las expectativas debido a los choques de oferta sobre alimentos y energía que podrían presentarse de darse un fenómeno de El Niño.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Frente a las publicadas en el anterior *Informe sobre Inflación*, las proyecciones de crecimiento económico de mediano plazo que se presentan en este informe se revisaron al alza. El incremento de los pronóstico de expansión del PIB para todo 2014 estuvo influenciado por los resultados del primer trimestre del año, los cuales fueron mayores que los contemplados por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. El desempeño del consumo y de la inversión en obras civiles en dicho período llevó a revisar las proyecciones de estos rubros para lo que resta de 2014. Con lo anterior, las estimaciones de la dinámica de la economía colombiana para este año sugieren que el PIB se incrementaría a una tasa anual ligeramente mayor que la observada en todo 2013 (4,7%). Para 2015 también se prevé un buen comportamiento del aparato productivo, menor que el que se observaría en 2014, pero más consistente con lo que se estima como su tasa de crecimiento de largo plazo.

El buen desempeño del consumo y de la inversión en obras civiles durante el primer trimestre llevó a revisar al alza los pronósticos de crecimiento para todo 2014.

En lo que resta de 2014 y durante 2015 las variables externas seguirán favoreciendo la expansión de la economía colombiana, aunque con una dinámica menor que en años anteriores.

Los pronósticos aquí presentados son compatibles con los escenarios descritos para el contexto internacional en el capítulo I. De esta manera, se espera un crecimiento de nuestros principales socios comerciales algo menor al observado en 2013. Adicionalmente, no se prevén cambios importantes en las condiciones de liquidez internacional en lo que resta del año. Por su parte, los ingresos por concepto de transferencias de remesas del exterior registrarían expansiones positivas, aunque por debajo de lo observado para 2013. Además, las entradas de IED para 2014 serían menores que aquellas reportadas para el año pasado, en especial las destinadas hacia el sector petrolero. Afín con ello, se espera un nivel de términos de intercambio que se ubique en un nivel alto, pero ligeramente por debajo del de 2013. De esta manera, en lo que resta de 2014 las variables externas seguirían favoreciendo la expansión de la economía colombiana, aunque con una dinámica menor que la de años anteriores. Para 2015 se espera un mejor desempeño de la demanda externa, producto de la superación de los distintos choques de oferta en la economía estadounidense y de la continuación del proceso de recuperación de la economía europea. Para este año también se supone que los términos de intercambio no muestren variaciones significativas frente a 2014.

En el frente interno, los pronósticos que se presentan en este informe suponen que la inversión en obras civiles y el consumo público seguirán impulsando el crecimiento en 2014 de manera similar a como sucedió durante el primer trimestre del año, aunque su dinamismo se moderaría una vez inicie 2015. Asimismo, la continuación de las políticas de estímulo a la ampliación de la oferta de vivienda implementadas desde el gobierno nacional seguirían dando frutos en términos de altas tasas de expansión de la inversión en construcción de edificaciones para este y el próximo año. Por otro lado, los cambios en la postura de política monetaria que se vienen implementando desde abril de este año empezarán a tener algún efecto moderador sobre la actividad real en un horizonte de cuatro a seis trimestres a futuro, según estimaciones del Banco de la República. Por lo anterior, se proyectan unas condiciones de liquidez interna que en 2014 seguirían siendo amplias, así como un crecimiento del crédito a tasas altas y compatibles con una mayor expansión de la economía; sin embargo, para el próximo año se espera una disminución del ritmo de crecimiento de la cartera, una vez que el incremento de la tasa de referencia se traslade al sector real mediante los distintos canales de transmisión de la política monetaria.

La continuación de las políticas de estímulo a la ampliación de la oferta de vivienda implementadas desde el gobierno nacional seguirían dando frutos en términos de altas tasas de expansión de la inversión en construcción de edificaciones para este y el próximo año.

Por lo anterior, para lo que resta de este año la demanda interna más que compensaría el menor dinamismo esperado del contexto internacional. Así las cosas, el consumo y la inversión serán los componentes del gasto que más contribuirán a que en 2014 el PIB se expanda a una tasa ligeramente mayor que la registrada en 2013. Para 2015 se supone que la contribución al crecimiento del PIB se presente de una manera más balanceada entre las demandas externa e interna.

En particular, para el consumo privado en todo 2014 se espera un ritmo de crecimiento superior al de su promedio desde 2000 (4,0%) y similar al del año pasado. Esta dinámica se sustenta en la existencia de amplias disponibilidades de crédito a tasas de interés relativamente bajas y en unos niveles de confianza

La expansión que se prevé para la inversión de obras civiles y para el consumo público garantiza un estímulo importante al consumo privado, vía los efectos del multiplicador del gasto.

de los consumidores que son altos. Al respecto, cabe señalar que el componente de expectativas del índice de confianza ha mostrado recuperaciones en los últimos meses, los cuales sugieren una intención de compra de los hogares dinámica durante lo que resta del año. Por otro lado, la expansión que se prevé para la inversión de obras civiles y para el consumo público, como se detalla más adelante, garantiza un estímulo importante al consumo privado vía los efectos del multiplicador del gasto. Igualmente favorable es el mayor precio previsto para algunas materias primas (como el café) de las que dependen directamente los ingresos de un segmento importante de los hogares colombianos.

Con respecto al consumo final de Gobierno, se suponen expansiones mayores que lo observado para 2013 y que su promedio desde 2001. Según lo consignado en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo*, publicado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público en junio de 2014¹⁴, para este año se consideran aumentos del gasto del gobierno nacional central (GNC) asociados con los compromisos adquiridos por concepto de servicios personales de los empleados de la rama judicial, entre otros. Adicionalmente, se prevé un mejor desempeño del gasto de los gobiernos regionales y locales, dados los pronósticos que se tienen de un menor superávit fiscal para este año. Por su parte, para 2015 se espera una moderación del dinamismo del consumo público, consecuencia, en parte, de la alta base de comparación que se registraría para 2014, por lo que se proyectan tasas de crecimiento cercanas a su promedio desde 2001.

En cuanto al rubro de la formación bruta de capital, se prevé una aceleración de la expansión de este renglón del PIB con respecto a lo registrado en 2013. En principio, la recuperación esperada de la industria y el impulso proveniente del encadenamiento propio entre sectores debe favorecer el gasto en inversión en maquinaria y equipo. Adicionalmente, los distintos planes de renovación de la flota de algunas compañías de transporte aéreo permitirían que la inversión en equipo de transporte se expanda a tasas positivas, luego de dos años consecutivos de caídas. Por otro lado, el inicio probable de una nueva fase de retención ganadera, junto con el proceso de renovación cafetera que todavía se adelanta, favorecerían el comportamiento de la inversión en el sector agropecuario tanto este como el próximo año.

En lo que resta de 2014 y en 2015 la inversión en construcción de edificaciones y de obras civiles crecería a tasas importantes, por encima del resto de la economía.

Por su parte, la inversión en construcción de edificaciones y de obras civiles crecería a tasas importantes, por encima del resto de la economía. Se espera que durante 2014 y 2015 los programas de construcción de vivienda con fines sociales que viene adelantando el gobierno nacional sigan generando un impulso importante en el sector, así como la prórroga de los subsidios a tasas de interés para la adquisición de vivienda de interés social (VIS) y de interés prioritario (VIP). Con respecto a las obras civiles, la continuación de importantes proyectos de construcción y reparación de infraestructura vial y los recursos destinados a la modernización e intervención de los aeropuertos en algunas ciudades del país permiten prever

14 Ministerio de Hacienda y Crédito Público (Dirección General de Política Macroeconómica), *Marco Fiscal de Mediano Plazo*, junio de 2014.

incrementos de este rubro a tasas de dos dígitos para este año. Además, la mayor ejecución de los gobiernos locales y regionales de los recursos provenientes de regalías augura que la construcción de otras obras de infraestructura civil continúe siendo dinámica en 2014.

Cabe señalar que los recursos destinados a los proyectos de infraestructura de cuarta generación (4G) se empezarían a ejecutar en los años siguientes, por lo que no tendrían efecto visible sobre la economía colombiana para este año. Los pronósticos

aquí presentados suponen que el impacto de estas obras empezaría a registrarse sobre todo hacia 2016, aunque, como se presenta en el *fan chart* de crecimiento del PIB, existe incertidumbre asociada con una mayor ejecución de estos recursos a lo largo del próximo año (gráficos 38 y 39).

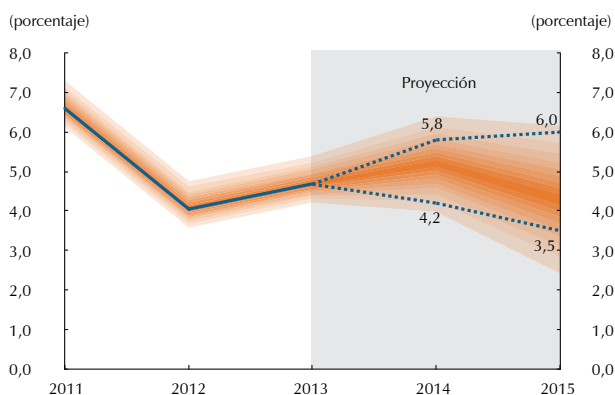
Por el lado de la oferta, los sectores de mayor dinamismo en 2014 deberán ser la construcción (por las razones ya expuestas), los servicios sociales, personales y comunales y los servicios financieros. La minería presentaría una tasa de crecimiento menor a la observada en 2013. Por último, se espera que la industria, luego de dos años consecutivos de contracción, muestre una tasa positiva, aunque por debajo a la de la economía en su conjunto.

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

Para el sector de la minería, en este informe se contempla que continúe la recuperación de la producción de carbón en lo que resta de 2014, luego de los problemas

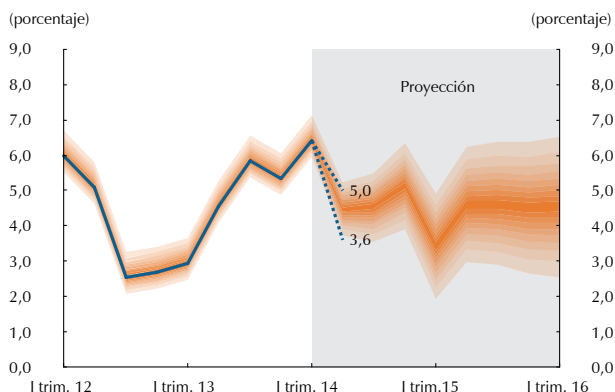
de orden público y de transporte que complicaron su cadena de producción en 2013. En los nuevos pronósticos la producción de esta subrama crecería por encima del 10% para todo 2014 (en el informe anterior la cifra proyectada era de un solo dígito). El pronóstico se revisó al alza teniendo en cuenta el gran dinamismo observado en los primeros meses del año, donde la producción creció 33,3% pese a algunas parálisis de actividades de producción y exportación en una de las empresas más importantes del país. Por el contrario, en este informe se redujo la proyección de la producción de petróleo promedio para el año, debido a los bajos resultados observados en la primera mitad del año. En la actualidad no se contempla

Gráfico 38
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En este informe se redujo la proyección de producción de petróleo para el promedio de 2014.

una producción por encima del millón de barriles diarios para el promedio de 2014. Dado lo anterior, se estima que la minería se expandiría a una tasa inferior a la economía en su conjunto y menor a la observada en 2013 (4,9%). Para 2015 se espera que tanto la producción de carbón como la de petróleo retomen los importantes crecimientos que presentaron en años anteriores, en parte, porque los choques de oferta registrados en el último año son de carácter transitorio. Adicionalmente, las inversiones realizadas en la infraestructura de transporte de dichos productos deberían contribuir a una mejora en las tasas de crecimiento del sector.

El pronóstico para el PIB de 2014 supone que la industria presentaría alguna recuperación basada en los esfuerzos de inversión efectuados en años anteriores y en la diversificación de productos y de mercados de exportación. De todas maneras, algunas ramas seguirían enfrentando una dura competencia de las importaciones, de acuerdo con la percepción reportada por los empresarios en las encuestas de la ANDI. En otros casos, como la industria editorial, de impresión y conexas, es posible que continúe el retroceso, el cual obedece a cambios estructurales profundos que aquejan a este sector en el ámbito mundial.

Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que el cierre, durante todo 2014, de la refinería de Cartagena (Reficar) generaría una contracción anual en la subrama de refinación de petróleo. La participación de este sector dentro de la industria se encuentra alrededor de 12,5%, lo que limita significativamente la capacidad de crecimiento de todo el sector industrial. Sin embargo, a partir de 2015 se espera una expansión significativa de la producción de refinados, lo cual deberá ejercer un impacto favorable sobre el comportamiento de la industria.

Por último, en relación con los servicios sociales, personales y comunales, se espera que el dinamismo del gasto público continúe desempeñando un papel importante dentro de las fuentes de crecimiento de 2014, en especial en los rubros asociados con la administración pública y la asistencia social y salud. Por su parte, los servicios financieros continuarían contribuyendo de manera activa a la expansión de la economía colombiana, lo que se atribuye a su alta participación sectorial (19,6%) y al dinamismo, de los que se espera que sigan mostrando las inversiones del sistema financiero y la expansión de la cartera. Con información a mayo de 2014, estos dos agregados reportaban tasas anuales de crecimiento de 4,25% y 11,43% en términos reales, respectivamente¹⁵. Para 2015 estos sectores también ayudarían a un comportamiento de la economía alrededor de sus niveles de largo plazo.

Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del producto en el escenario más probable se ubica alrededor de 5,0% para 2014, con un rango de pronóstico entre 4,2% y 5,8%. La amplitud del presente rango continúa siendo elevada, ya que existe una alta incertidumbre tanto interna como externa. El piso y

Debe tenerse en cuenta que el cierre, durante todo 2014, de la refinería de Cartagena (Reficar) generaría una contracción anual en la subrama de refinación de petróleo.

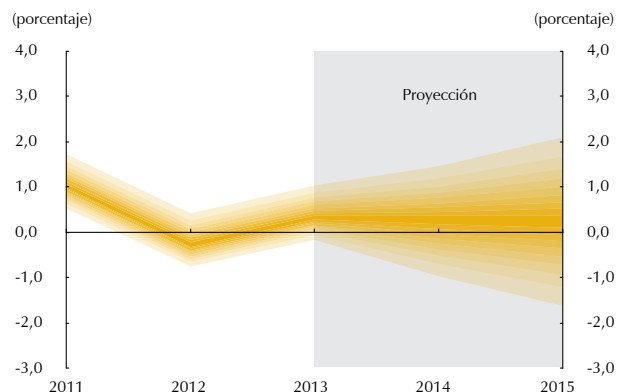
15 Reporte de la Superintendencia Financiera de Colombia: “Actualidad del sistema financiero colombiano”, mayo de 2014.

el techo del intervalo de pronóstico están relacionados con el escenario bajo y alto del contexto internacional, presentado en el capítulo I. Con respecto al año 2015, el pronóstico sugiere que el PIB se expandiría a un buen ritmo, aunque menor que el que se observaría para 2014. Para el próximo año se contempla una moderación de las tasas de crecimiento del consumo e inversión públicos, como ya se reseñó.

El balance de riesgos se muestra en los *fan chart* de crecimiento (gráficos 39 y 40). Los principales riesgos a la baja están asociados con un menor crecimiento de nuestros socios comerciales y con una normalización más acelerada de la postura de política monetaria en los Estados Unidos, lo que podría encarecer el financiamiento en 2015. Por su parte, el principal riesgo alcista sobre el PIB corresponde a una inversión más dinámica que la contemplada en el pronóstico central por cuenta de las obras de infraestructura vial de cuarta generación que se han anunciado.

Las estimaciones más recientes de la brecha del producto para el escenario central sugieren que esta variable se habría mantenido cerca de cero en promedio durante 2013, y que estaría ligeramente por encima de este nivel en 2014. Para este último año los modelos muestran un valor de la brecha mayor que el obtenido en el informe de septiembre, lo que es afín con la senda de crecimiento proyectada para 2014.

Gráfico 40
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Como siempre, la incertidumbre asociada con estas estimaciones es importante. Así, de acuerdo con el balance de riesgos que se muestra en el Gráfico 40, en 2013 la brecha se habría ubicado entre -0,2% y 1,0% con una probabilidad alta. Este balance tiene un menor sesgo a la baja que el presentado hace un trimestre. Para 2014 los modelos indican que la incertidumbre sigue siendo muy alta y que el intervalo de pronóstico continúa siendo amplio y con sesgo al alza (entre -0,9% y 1,5%). Para 2015 la incertidumbre es aún mayor, situando la brecha en el intervalo entre -1,6 y 2,1%.

Por su parte, los modelos del Banco de la República sugieren que en 2013 la tasa de desempleo habría estado muy cerca de su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés). La expectativa para 2014 es que la brecha del mercado laboral continúe cerrada, lo cual sugiere que las presiones inflacionarias originadas en el mercado laboral continuarán siendo bajas.

B. INFLACIÓN

1. Pronóstico

Los modelos centrales estimados para este informe (MMD y Patacon) continúan mostrando un aumento de la inflación anual al consumidor para lo que resta del

La senda central de pronóstico de inflación aumentó un poco en este informe frente al del trimestre anterior.

año en niveles un poco por encima del punto medio del rango meta. La inflación se estabilizaría alrededor de este nivel hacia 2015. La senda central de pronósticos aumentó un poco en ambos modelos para diciembre de este año y para comienzos de 2015 frente a los resultados que se presentaron en el informe de marzo.

Al igual que sucedió con el ejercicio realizado hace tres meses, en esta oportunidad la revisión al alza de la senda central de pronóstico de nuevo es atribuida a factores de oferta que afectan el comportamiento del precio de los alimentos, principalmente. Las alzas en estos precios en los últimos meses, sobre todo en los de los alimentos perecederos, han sido más fuertes que lo previsto, y esto ha elevado los pronósticos de la variación anual del IPC de alimentos a un horizonte de tres trimestres.

En informes anteriores se mencionó que tanto la variación anual de alimentos como la inflación total deberían aumentar en 2014 como consecuencia de la normalización de estos precios, luego de los niveles muy bajos que se observaron en 2013 gracias a diversos eventos transitorios ya comentados. En los últimos meses esta tendencia se acentuó por factores como las escasas precipitaciones en varias zonas del país y la entrada de una fase de retención ganadera, cuyos efectos sobre precios se extenderían hacia los próximos trimestres.

En general, el aumento proyectado en la variación anual de alimentos para lo que resta del año y para comienzos de 2015 tendría su origen en factores internos más que externos, pues los modelos no contemplan incrementos de importancia en los precios internacionales de los productos de origen agropecuario importados por el país. Además, la apreciación del peso a partir de abril tenderá a transmitirse en alguna medida a los precios de los alimentos con alto contenido importado en los próximos meses y a mediano plazo, con un tipo de cambio que no deberá ejercer presiones significativas.

Los aumentos de precios de alimentos desde ahora hasta el primer semestre del próximo año tendrán un componente transitorio que corresponde al ciclo usual de esta variable. De esta manera, la variación anual del IPC de alimentos, que se situaría varios meses por encima del 3%, descendería a mitad de 2015 para oscilar en torno de tal cifra. Es importante señalar que el pronóstico central de inflación en este informe no supone la presencia de un fenómeno de El Niño en los próximos trimestres. De presentarse, los precios de los alimentos tenderían a aumentar más de lo que se prevé en el pronóstico central.

El mayor dinamismo esperado para la demanda interna en este informe generó presiones al alza en el pronóstico de inflación.

Un segundo factor que elevó la senda central proyectada para la inflación es un mayor dinamismo esperado para la actividad económica frente a lo previsto en el informe anterior, especialmente para la demanda interna. Debido a ello, en esta oportunidad se estimó una brecha del producto en terreno positivo para 2014 y 2015, a diferencia de lo que se obtuvo en el informe anterior, con lo cual las presiones de demanda que pesarían sobre la inflación hacia el mediano y largo plazos son ahora algo mayores que las contempladas en marzo.

En los pronósticos, la mayor brecha se refleja, sobre todo, en un aumento de la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados hacia el próximo año, pues el rezago con que reaccionan los precios ante un cambio en la demanda oscila entre los tres y seis trimestres. Otros precios que serían afectados son los de alimentos y transables sin alimentos ni regulados; sin embargo, en estos casos los factores de oferta, los precios externos y el tipo de cambio desempeñan un papel más importante al momento de definir su evolución.

Por último, los precios de los regulados también ejercieron presiones alcistas sobre el pronóstico de inflación en este informe. La senda de pronóstico para la variación anual del IPC de regulados se elevó para los próximos cuatro trimestres, como resultado de los aumentos observados en las tarifas de energía, que fueron más altos que los previstos, y por un incremento en el precio internacional del

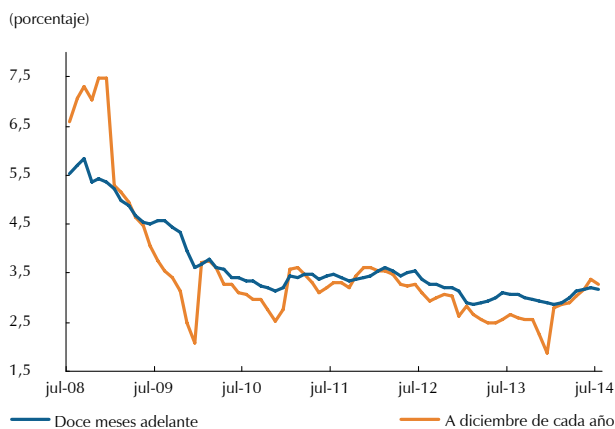
petróleo proyectado para el escenario base. En el caso de la energía, los precios en bolsa aumentaron significativamente en los últimos cuatro meses, y aunque estas alzas se revirtieron a comienzos de julio, es probable que aún algo de ellas se transfiera a los precios al consumidor, debido a la manera como las compañías distribuidoras y comercializadoras establecen sus contratos de suministro con las generadoras.

Al igual que en el informe trimestral anterior, en el presente las expectativas de inflación volvieron a ejercer presiones alcistas, aunque leves, sobre la senda central de pronóstico. De acuerdo con la encuesta mensual de expectativas, efectuada por el Banco de la República a los analistas del mercado financiero a comienzos de julio, la inflación esperada a diciembre de este año es de 3,3% y a doce meses de 3,2%, en ambos casos un poco por encima de lo obtenido hace tres meses (3,0% y 3,1%, respectivamente) (Gráfico 41).

Algo similar sucedió con la encuesta trimestral efectuada a empresarios, que para esta ocasión señala unas expectativas de inflación a diciembre de este año de 3,0% y a doce meses de 2,9%, en ambos casos mayores que la encuesta de abril, aunque más alineadas con la meta que la encuesta mensual (Gráfico 42). En el caso de las expectativas a dos, tres y cinco años derivadas de la curva de rendimientos de los TES, mientras que en abril se encontraban por debajo del 3,0%, en julio se situaban por encima, siendo las más altas las de dos años, con 3,3% (Gráfico 43).

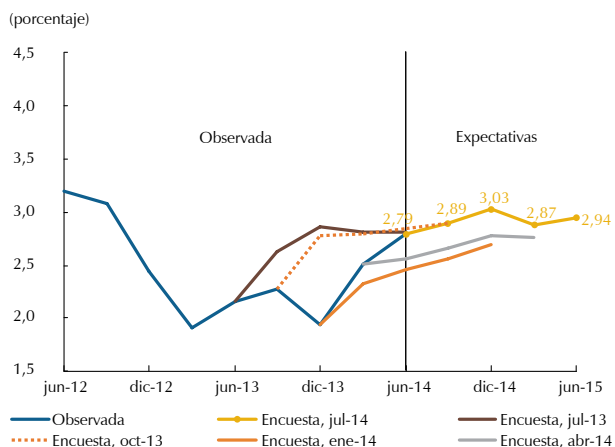
El aumento de la senda de pronóstico debido a los factores señalados fue mitigado por menores presiones

Gráfico 41
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



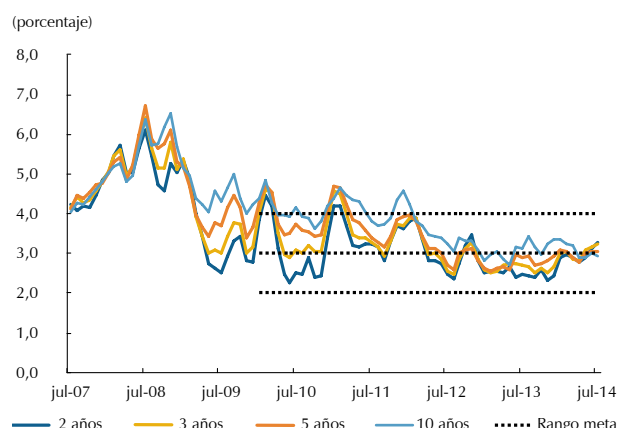
Fuente: Banco de la República.

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



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 43
Expectativas de inflación derivadas de los TES
(a dos, tres, cinco y diez años)
(promedio mensual)^{a/}



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

provenientes del tipo de cambio. La apreciación del peso en el segundo trimestre tuvo un efecto bajista sobre el pronóstico para el IPC de transables en los próximos trimestres, incluido el de los alimentos de origen importado. Asimismo, atenuó el efecto del mayor precio internacional de los combustibles sobre el IPC de regulados.

Con relación a los costos salariales, el hecho de que los salarios hayan seguido ajustándose a tasas no muy superiores al techo del rango meta de inflación implica que el resto del año estas variables no serán una fuente de presiones alcistas sobre los precios al consumidor. Además, la disminución, a partir de enero de este año, de los aportes a salud por parte de los empresarios, según lo ordenado por la reforma tributaria de 2012, ha hecho que los costos efectivos de contratación de mano de obra se reduzcan.

Sin embargo, la brecha de empleo, que se encuentra hoy en día balanceada, podría entrar en terreno negativo en 2015, de continuar reduciéndose la tasa de desempleo, tal como se espera. En este caso, hacia ese año podrían presentarse mayores presiones sobre los salarios y su efecto podría empezar a registrarse en los precios.

En cuanto a los costos no laborales, el mayor precio internacional del petróleo frente a lo contemplado en el informe anterior, junto con otras circunstancias, como el aumento en los costos de la energía y en los precios de algunos productos agropecuarios en los próximos trimestres, inducirían algunos aumentos que podrían transmitirse a los precios al consumidor. No obstante, en este caso, la transmisión de la apreciación del peso, que se observó en el segundo trimestre, compensaría este hecho.

Con todo lo anterior, los modelos del banco muestran aumentos en la inflación total al consumidor para los próximos dos o tres trimestres, como ya se explicó. Estos se concentran en buena medida en los alimentos y en regulados y, por tanto, pueden ser considerados como transitorios en un porcentaje importante. No obstante, en la medida en que estas alzas afectan las expectativas de los agentes, tienen también un efecto de largo plazo, aumentando de manera más permanente la senda de inflación proyectada.

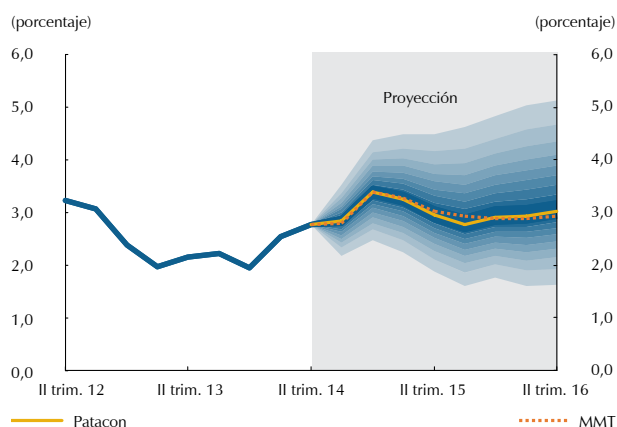
C. BALANCE DE RIESGOS

El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 44 y 45. Para el presente se contempla una incertidumbre similar a la del informe anterior, aunque los intervalos de confianza se sesgaron al alza, a diferencia de lo que se obtuvo hace tres meses, cuando el balance era más equilibrado. Este sesgo obedece, entre otras

El balance de riesgos para la inflación se sesgó al alza en este informe.

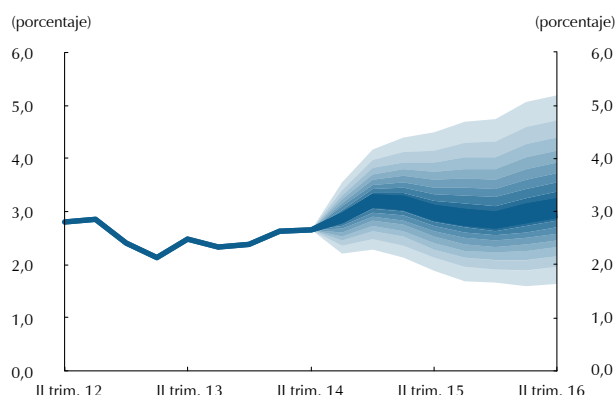
causas, a las posibles presiones inflacionarias provenientes de la evolución del precio de los alimentos y su impacto en las expectativas de inflación. Además, por la posibilidad de un adelanto en los movimientos de tasas de interés por parte de la Reserva Federal, lo que podría tener repercusiones sobre los flujos de capitales y el tipo de cambio.

Gráfico 44
Fan chart de la inflación total



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

Gráfico 45
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

Los principales riesgos al alza son:

Aumentos importantes en los precios de los alimentos producidos en el país:

Cambios climáticos que se podrían presentar en lo que resta del año y parte del siguiente debido a un eventual fenómeno de El Niño, así como alteraciones en las condiciones de oferta de ciertos productos agropecuarios, generan un riesgo al alza en los precios de los alimentos importante, que en este informe es mayor que lo contemplado hace un trimestre. En los últimos meses se ha reportado un aumento en la probabilidad de ocurrencia de un fenómeno de El Niño. Aunque en principio este sería de una intensidad moderada, de suceder afectaría el rendimiento del sector agropecuario y podría provocar aplazamientos en las siembras, todo lo cual llevaría a alzas en los precios de muchos alimentos entre el cuarto trimestre de este y el segundo de 2015, superiores a las contempladas en la senda central de pronóstico. Tampoco se descartan efectos al alza provenientes de choques a la producción, en medio de la continuación del ciclo de oferta agropecuario. Esto tiene en cuenta casos como el de la carne, donde ha venido observándose una disminución del sacrificio de ganado, la cual es propia de una fase de retención que puede durar varios trimestres y llevar a aumentos en su precio. Estas circunstancias tampoco han sido contempladas plenamente en la senda central de pronóstico, dada la complejidad de obtener un efecto exacto en los precios. En principio, se espera que todos estos choques sean de carácter transitorio; sin embargo, dependiendo de su incidencia en las expectativas, podrían tener un efecto más persistente sobre la inflación.

En este informe se supone que la Fed inicia el aumento de su tasa de interés de referencia a comienzos del segundo semestre de 2015.

Una depreciación del tipo de cambio mayor que la contemplada por un posible adelanto en el aumento de la tasa de interés de la Fed:

En este informe se supone que la Fed termina con el desmonte de su programa de compra de activos financieros a comienzos del cuarto trimestre de este año e iniciaría el aumento de su tasa de interés de referencia a comienzos del segundo semestre de 2015. Sin embargo, la sorpresas positivas que han dado los indicadores de crecimiento y empleo en el segundo trimestre, pese al mal dato del primero, y algunas señales que sugieren que la inflación podría empezar a aumentar más rápido que lo previsto, hacen pensar que la Fed podría adelantar su cronograma de incremento de las tasas de interés. En caso de que este escenario se materialice, existe el riesgo de que se presenten cambios importantes en los flujos de capitales hacia las economías emergentes, incluida Colombia, lo que podría debilitar el peso más allá de lo contemplado en la senda central de pronóstico. Si bien la economía colombiana no presenta una vulnerabilidad alta ante este hecho, debido a los relativamente bajos desbalances externos y a una menor dependencia de la deuda externa para financiarlos, no se puede descartar un efecto contagio que golpee su prima de riesgo soberano, lo cual afectaría la estabilidad del tipo de cambio.

De ocurrir esta situación, se generarían presiones alcistas adicionales sobre los costos de materias primas y alimentos importados y, en general, sobre los precios de los bienes transables y los regulados. Un tipo de cambio más depreciado tendría efectos alcistas en la inflación de la canasta de bienes transables y, por tanto, en la inflación total al consumidor, los cuales podrían verse exacerbados en la medida en que sean más duraderos y se vean afectadas las expectativas de inflación.

Una demanda interna mayor que la prevista en el escenario central para 2015:

Hacia 2015 es posible que la expansión de la demanda interna resulte mayor que la contemplada en la senda central de pronóstico de inflación, debido a una mayor inversión en obras civiles asociadas con los programas viales de cuarta generación. En principio, estas obras empezarían a tener efectos sobre el crecimiento a partir del próximo año, pero dadas las dificultades para cuantificar su impacto, no se puede descartar que este haya sido subestimado en el escenario central de este informe.

Es probable que un mayor crecimiento de la demanda en 2015 se traduzca en una brecha del producto más positiva.

Aunque una mayor inversión en vías puede llevar a un aumento en el crecimiento del PIB potencial, esto no sucede en sus etapas iniciales de ejecución. En esta fase es probable que el mayor crecimiento de la demanda se traduzca en una brecha del producto más positiva. Esto podría tener efectos alcistas sobre los precios de bienes no transables y sobre la inflación total al consumidor por encima de lo considerado en la senda central.

En China, la situación del mercado financiero informal sigue representando un riesgo importante a la baja sobre el crecimiento mundial.

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

Un crecimiento de las economías emergentes menor que el previsto en la senda central de pronóstico:

En China la situación del mercado financiero informal sigue representando un riesgo importante a la baja sobre el crecimiento mundial, frente a lo estimado en la senda central de pronóstico. A esto se suma la reciente posibilidad de un desempeño menos dinámico de su mercado de finca raíz y de su inversión en general. Esta última es fundamental a la hora de determinar las presiones alcistas sobre los precios de las materias primas. Un debilitamiento de China podría tener repercusiones adversas sobre el crecimiento económico de varios socios comerciales de Colombia mediante múltiples canales, incluyendo el de los términos de intercambio.

De igual forma, existe el riesgo de un desempeño económico más pobre en los países de Latinoamérica que el previsto. Especialmente vulnerables son países que ya han registrado retrocesos (Argentina y Venezuela), así como otros donde el crecimiento es muy bajo (Brasil); sin embargo, incluso economías que mostraron desempeños sobresalientes en el pasado, como Chile y Perú, también enfrentan riesgos a la baja.

Para Colombia la materialización de estos riesgos se traduciría en una demanda externa más débil, en una menor confianza de inversionistas y consumidores y en una caída mayor en los precios internacionales de las materias primas. Todo esto en conjunto puede conducir a menores exportaciones y a caídas en los costos de producción, con consecuencias bajistas sobre la inflación al consumidor no contempladas en la senda central de pronóstico. Lo anterior, siempre y cuando las posibles presiones a la depreciación del tipo de cambio no compensen estas tendencias bajistas.

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

Para 2014 es posible que se autorice una disminución en las tarifas de aseo, de entrar en vigencia el proyecto de un nuevo marco tarifario para el sector, anunciado por el Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio. Este beneficiaría, con reducciones en la tarifa, a más del 80% de la población, situada en cerca de 350 municipios del país. Estas rebajas no fueron contempladas plenamente en la senda central de pronóstico¹⁶.

La probabilidad de que en 2014 y 2015 la inflación total se ubique en un rango entre 2% y 4% sigue siendo alta.

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

16

Véase la resolución CRA 643 de 2013.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Los datos disponibles para 2014 muestran una ampliación del déficit en la cuenta corriente, una apreciación del tipo de cambio real y una aceleración en el crédito. Los precios de la vivienda continúan con crecimientos altos.

Las perspectivas para la economía colombiana siguen siendo positivas. No obstante, en el mediano plazo existe el riesgo de enfrentar condiciones menos favorables o choques adversos que afecten el ingreso nacional o incrementen el costo del financiamiento externo. Por tal razón es necesario monitorear posibles vulnerabilidades.

Posterior a la crisis internacional de 2008, los registros de actividad económica, de la inflación y del mercado laboral de Colombia han sido muy favorables. En efecto, entre 2009 y lo corrido de 2014 el PIB creció en promedio 4,2%, la inflación ha estado la mayor parte del tiempo dentro del rango meta, fluctuando alrededor del 3%, y la tasa de desempleo ha descendido a niveles históricos.

En el mismo período los buenos resultados de actividad económica han ocurrido en un entorno de altos términos de intercambio, los cuales han estimulado el ingreso nacional, con una amplia financiación externa a tasas de interés históricamente bajas, y una elevada IED, dirigida principalmente, a sectores como el minero, la industria y el comercio, entre otros¹⁷. En el contexto interno la absorción ha sido dinámica, los niveles de confianza de los hogares y las empresas han sido favorables y se ha registrado una mayor profundización financiera. Ante este escenario una política monetaria activa ha sido fundamental para mantener a la inflación alrededor de su meta y contribuir a suavizar el producto.

Los buenos resultados de la actividad económica colombiana han ocurrido en un contexto externo e interno favorable.

¹⁷ Entre 2009 y 2013 el 56,5% de la IED se dirigió a la minería, el 11,1% a la industria manufacturera, el 10% al comercio, el 8,9% al sector financiero y el 13,5% a otros sectores.

No obstante, es necesario analizar si hay indicios de que la estabilidad macroeconómica pueda estar en riesgo.

No obstante lo anterior, en un contexto macroprudencial es necesario observar el comportamiento de otras variables de la economía para analizar si hay indicios de que la estabilidad macroeconómica de largo plazo pueda estar en riesgo. En el pasado hay evidencia de economías en desarrollo que registraron fuertes incrementos en sus términos de intercambio o en las entradas de capital, cuyo efecto sobre los precios de los activos y la demanda agregada fue amplificado por su sistema financiero mediante aumentos significativos del crédito. Como resultado, el déficit de la cuenta corriente alcanzó niveles no sostenibles, la tasa de cambio real se apreció y los precios de los activos registraron valorizaciones excesivas, en algunos casos, debido a que mejoras transitorias en el ingreso, el costo de financiamiento o en la riqueza fueron percibidas como permanentes. Luego, con la normalización de los niveles de los términos de intercambio y de los flujos de capital, en aquellas economías se produjo un ajuste desordenado, con fuertes costos en materia de empleo, crecimiento y bienestar. El monitoreo permanente de algunas variables contribuye a detectar dinámicas que se alejen de las tendencias de largo plazo y, de esta forma, ayudar a tomar las medidas que se consideren pertinentes para asegurar la estabilidad macroeconómica.

En este orden, si bien las perspectivas para la economía colombiana siguen siendo positivas, en el mediano plazo existe el riesgo de enfrentar condiciones menos favorables o choques adversos que, por ejemplo, deterioren el ingreso nacional o incrementen el costo del financiamiento externo. Ante estos riesgos, es necesario monitorear posibles vulnerabilidades, como excesos de apalancamiento internos o externos u otro tipo de desequilibrios, que puedan poner en peligro la estabilidad macroeconómica del país.

Por lo anterior, en esta sección se describe el comportamiento de la cuenta corriente, de la tasa de cambio real, del crédito y de los precios de la vivienda. También, se estiman posibles desequilibrios para estas variables, así como un indicador de desbalance agregado (IDM)¹⁸.

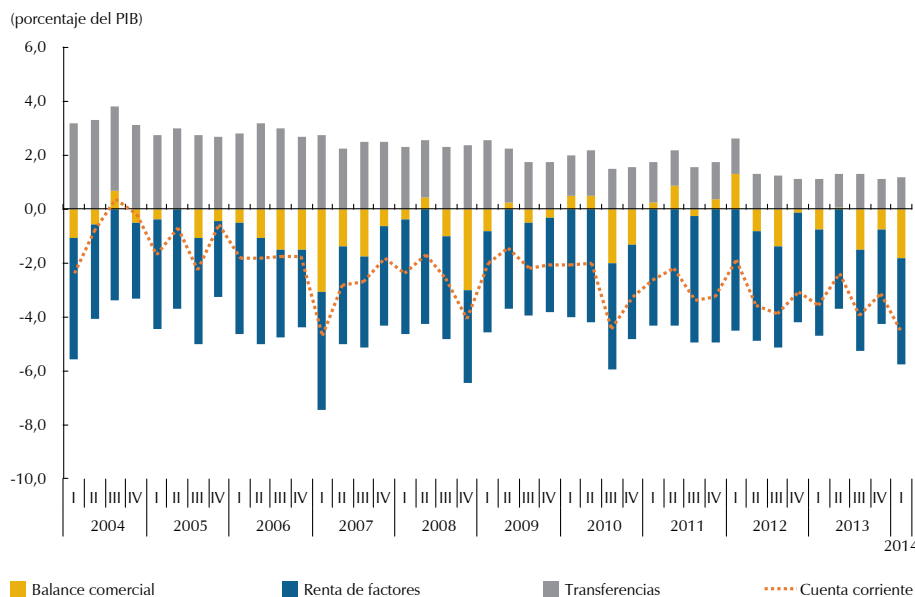
A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

En el primer trimestre de 2014 el déficit en la cuenta corriente fue de 4,6% del PIB, ampliándose frente al mismo período de 2013 (3,6%).

Las cifras de balanza de pagos señalan una ampliación del déficit en la cuenta corriente, el cual pasó de 3,6% del PIB en el primer trimestre de 2013 a 4,6% del PIB en el mismo período de este año. Como se explicó en el capítulo I de este informe, este resultado estuvo generado en especial por un deterioro de la balanza comercial de bienes, tanto por la caída de las exportaciones como por la mayor dinámica de las importaciones (Gráfico 46).

18 Véase C. Arteaga, C. Huertas y S. Olarte (2012). “Índice de desbalance macroeconómico”, Boletines de Economía, núm. 744, Banco de la República.

Gráfico 46
Cuenta corriente



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

Algunos factores coyunturales explicaron parte de la ampliación del déficit comercial en dólares observado en el primer trimestre. Ejemplos de ello fueron las menores exportaciones de carbón debido a los ajustes requeridos para cumplir con la normatividad ambiental; el cierre de la refinería de Cartagena, que originó un incremento en las importaciones de gasolina y menores exportaciones de productos refinados, así como los atentados a la infraestructura petrolera, que redujeron la oferta exportable de crudo.

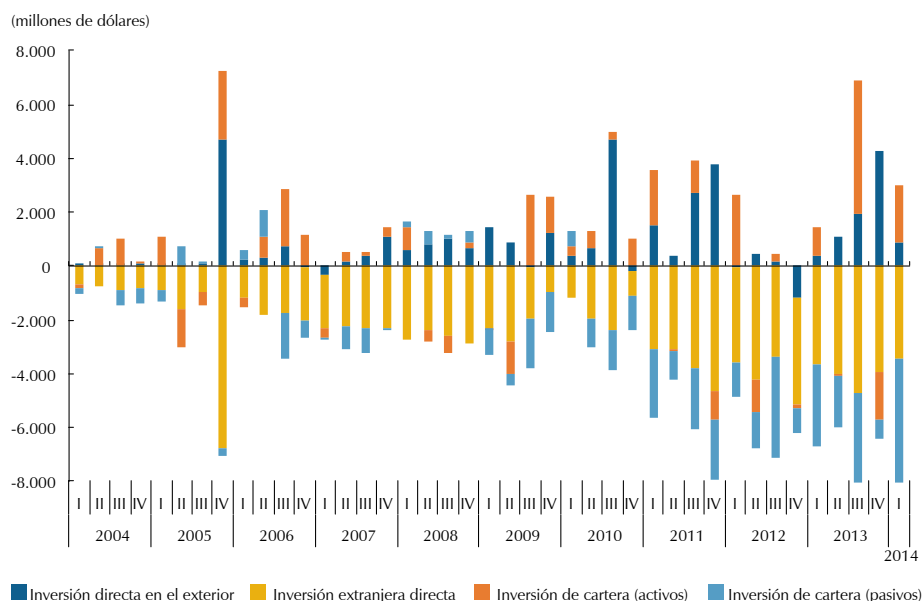
En cuanto a la cuenta financiera, entre enero y marzo de 2014 la balanza de pagos mostró entradas que sobrepasaron el valor del déficit en la cuenta corriente, tal como ha venido ocurriendo, en general en la última década. Sin embargo, en esta ocasión la participación de la inversión directa y de la inversión de cartera fue similar. En términos relativos esto implica que en el margen aumentó la importancia de la financiación con recursos de portafolio y se redujo la de IED. Pese a ello, cuando se observa el valor total de los pasivos externos relativos al PIB (64% a marzo de 2014), más de la mitad corresponde a IED (35%) y solo un 15% a inversión de portafolio.

Es importante mencionar que los flujos netos comprenden también una considerable constitución de activos externos por parte de colombianos, adicional al aumento de las reservas internacionales. Esto último, además de haber mitigado el impacto de los flujos de extranjeros, puede ser un mecanismo que podría permitir suavizar posibles choques negativos de financiamiento externo (Gráfico 47).

Los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 2014 muestran que el déficit comercial continuó y que las entradas de capitales de portafolio se

Las entradas de capitales sobrepasaron el valor del déficit en la cuenta corriente, tal como ha ocurrido, en general en la última década.

Gráfico 47
Inversión directa y de cartera



Nota: de acuerdo con la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI, la cuenta financiera se presenta con el mismo signo de la cuenta corriente, por tanto, los flujos activos (constitución de activos del exterior) se presentan con signo positivo y los pasivos con signo negativo.

Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>

Fuente: Banco de la República.

acentuaron. En efecto, en abril y mayo el valor de las exportaciones resultó menor que el de las importaciones. Por su parte, el anuncio de JP Morgan de incrementar la participación que tienen los títulos de deuda pública de Colombia en el portafolio de dos de sus índices¹⁹, generó entradas de capitales extranjeros al país por parte de los fondos que replican dichos índices y por aquellos que lo consideraron como una señal positiva en favor de Colombia. Se espera que el rebalanceo total de estos portafolios culmine en septiembre del presente año.

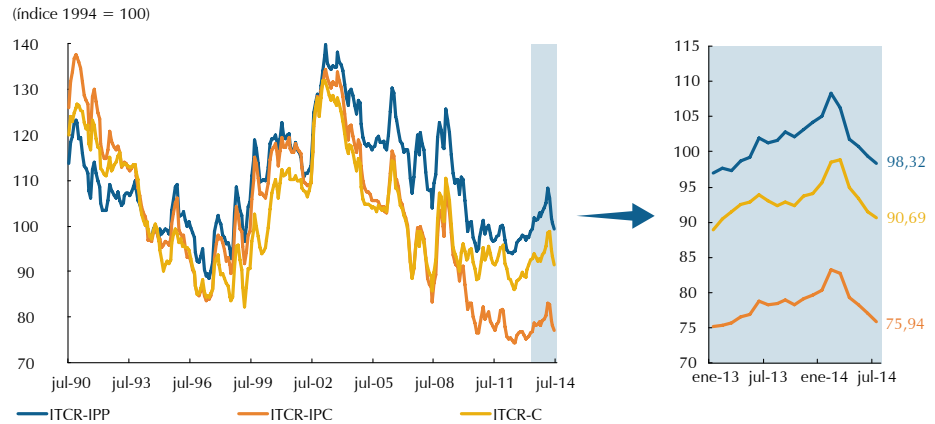
Las anteriores entradas de capital explicaron parte de la apreciación nominal y real observada en el segundo trimestre de 2014. En ese período la tasa representativa del mercado (TRM) se apreció 4,7% en promedio frente a un año atrás. Por su parte, los diferentes índices de tasa de cambio real (TCR), que entre julio de 2012 y febrero de 2014 habían presentado una tendencia ascendente, revirtieron dicho comportamiento y a julio de 2014 se situaron en niveles similares a los registrados en la primera mitad de 2013 (Gráfico 48).

Estos flujos de capital explican parte de la apreciación nominal y real observada en el segundo trimestre.

Los cambios estructurales de la TCR pueden ser explicados por el comportamiento de algunas variables fundamentales que dirigen los movimientos de largo plazo del indicador. Por ejemplo, la mayor dinámica del gasto dirigido a los bienes y servicios no transables de la economía ha generado incrementos en los precios de este sector mayores que los registrados en los transables y ha presionado a la baja

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

Gráfico 48
Índices de tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

la TCR. Por el contrario, otros fundamentales relacionados con el contexto externo, como los menores niveles en los términos de intercambio y el mayor pago de rendimientos asociados con el deterioro en la posición de inversión internacional, la siguen presionado al alza.

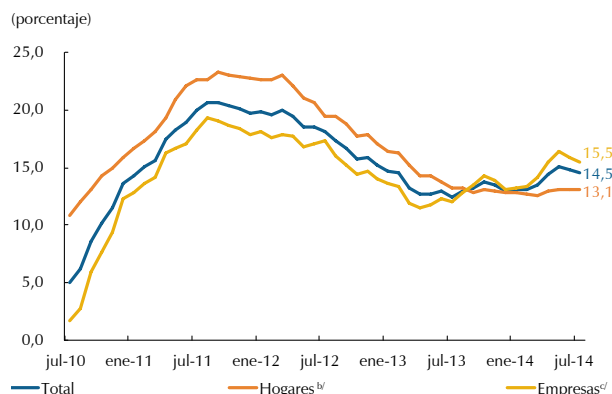
En cuanto a la cuenta corriente, existen elementos que determinan su tendencia de largo plazo que podrían estar afectando de manera estructural el balance externo del país. Uno de ellos es la dinámica internacional de los mercados de *commodities* que sugiere una reducción generalizada de sus precios en el mediano plazo, situación que ya se ha observado en productos como el carbón y el oro. En cuanto al petróleo, existe incertidumbre sobre su cotización en el mediano plazo. Una reducción significativa en los precios de las materias primas exportadas por el país implicaría un mayor deterioro de la balanza comercial. El segundo factor es una recuperación lenta de la demanda externa relevante para Colombia. El tercero es el comportamiento de los giros por la renta de factores, en especial, aquellos generados por las empresas extranjeras que producen bienes y servicios no transables y que no perciben ingresos en moneda extranjera (véase Recuadro 1: “Utilidades de las empresas extranjeras en Colombia: importancia, dinámica sectorial y perspectivas”, pp. 28-29). Por último, el incremento de la demanda interna, superior que el del producto, sigue generando mayores necesidades de compras externas, en particular, por el aumento en el gasto de bienes de consumo durable, de transporte y de maquinaria y equipo.

B. ENDEUDAMIENTO

En el segundo trimestre la cartera en pesos se aceleró y creció a tasas entre 14% y 15% anual.

En el segundo trimestre de 2014 la cartera en pesos de los establecimientos de crédito se aceleró y creció a tasas entre 14% y 15% anual, por encima del aumento del PIB nominal. Este mayor ritmo estuvo liderado por el comportamiento de los créditos comerciales, que representan cerca del 60% de la cartera. Los préstamos a los hogares crecen a tasas relativamente estables, con expansiones en torno al

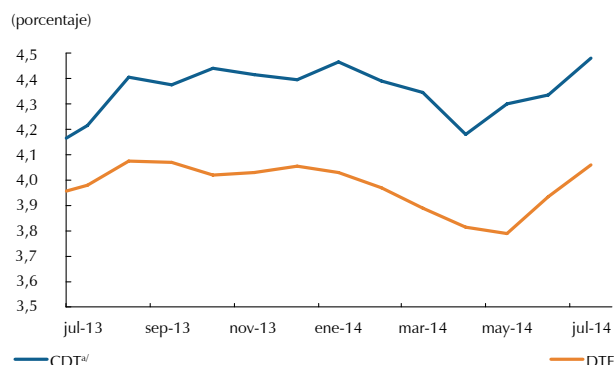
Gráfico 49
Cartera en moneda legal^{a/}
(variación anual)



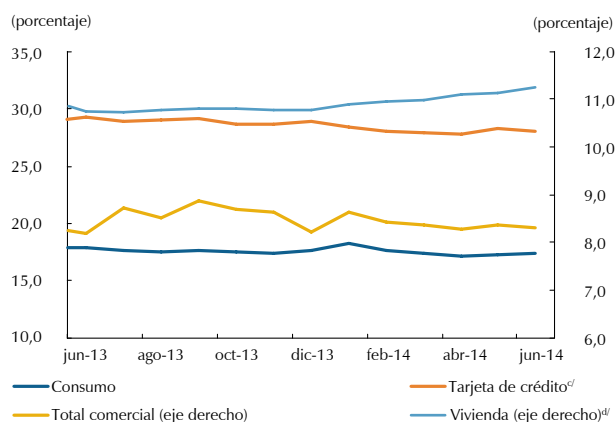
a/ Incluye *leasing* financiero y titularizaciones de cartera hipotecaria. No incluye operaciones relacionadas con venta de cartera para manejo por medio de derechos fiduciarios.
b/ Corresponde a la suma de las modalidades consumo e hipotecaria (con titularizaciones).
c/ Corresponde a la suma de las modalidades comercial y microcrédito.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 50
Tasas de interés nominales

A. Tasas de captación



B. Tasas de colocación^{b/}



a/ Promedio mensual ponderado por monto de la tasa de interés de CDT a todos los plazos.
b/ Promedio mensual ponderado por monto.
c/ No incluye avances ni consumos a un mes.
d/ Corresponde a la tasa para adquisición de vivienda no VIS.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

12% anual para la modalidad de consumo y del 16% para la hipotecaria (incluyendo titularizaciones) (Gráfico 49). Cabe resaltar que a finales del año pasado todos los préstamos, excepto los destinados a vivienda, habían disminuido su tasa de crecimiento.

Los establecimientos de crédito han financiado el aumento en la cartera (cerca de \$12,7 b entre marzo y junio de 2014) mediante la reducción de inversiones en moneda local (cerca de \$10,0 b), en su mayoría TES. Los demandantes de dichos títulos han sido fondos extranjeros, los cuales pasaron de tener el 7% del total de los TES en enero de este año, al 13% en julio.

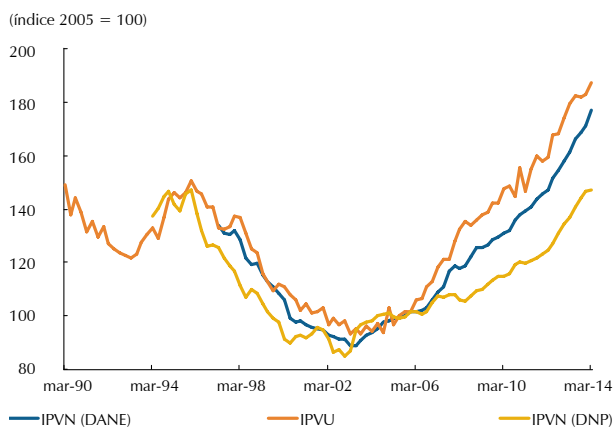
El comportamiento de las tasas de interés sugiere que el aumento del crédito obedeció más a la expansión de la oferta que a una mayor demanda por préstamos. Como se observa en el Gráfico 50, durante el segundo trimestre las tasas de interés nominales de los préstamos se mantuvieron relativamente estables (en términos reales se redujeron), al tiempo que las tasas nominales de captación aumentaban. Vale la pena anotar, además, que en la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, de marzo de este año, los intermediarios percibían en general una menor demanda por préstamos en todas las modalidades, excepto vivienda.

Para lo que resta del año se espera que el costo del crédito se incremente y contribuya a moderar la velocidad y el nivel de deuda de los hogares y las empresas. En efecto, el incremento en la tasa de interés de política se ha transmitido a las tasas pasivas y también debería trasladarse a las tasas de interés de los préstamos. Por otra parte, si bien la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia* de junio revela que las solicitudes de crédito se han incrementado, es probable que cualquier expansión adicional de la cartera sea financiada principalmente con aumentos en los pasivos, lo que presionaría al alza las tasas de interés. Lo anterior, dado los niveles bajos de la relación entre inversiones y cartera, y la necesidad de los organismos de crédito de mantener montos adecuados de TES en el balance para poder acceder a repos con el Banco de la República o como colateral en el mercado interbancario.

Como se ha mencionado en informes anteriores, el endeudamiento del sector privado es alto en comparación con su promedio histórico y, a pesar de ello, la carga financiera se ha mantenido baja gracias a los niveles de las tasas de interés. En este contexto, los mayores costos de los créditos contribuirán a moderar el endeudamiento del sector privado.

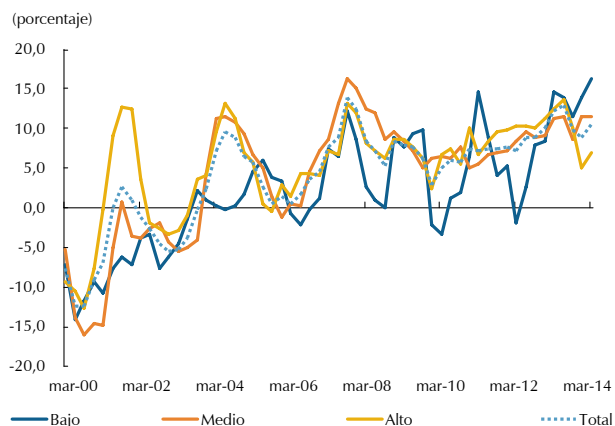
En materia de riesgo de crédito, en lo corrido del año las condiciones económicas han sido buenas, aun así, en el margen se ha observado un deterioro en los indicadores de mora y calidad en todas las modalidades de cartera. Si bien dichos indicadores todavía son históricamente bajos (excepto para el microcrédito), existe el riesgo de que un choque adverso, como por ejemplo un aumento significativo en la tasa de desempleo, impacte el ingreso de las familias y deteriore la salud del sistema financiero.

Gráfico 51
Precios de la vivienda relativos al IPC



Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

Gráfico 52
Índice de precios de la vivienda nueva en Bogotá (relativo al IPC) según estrato (variación anual)



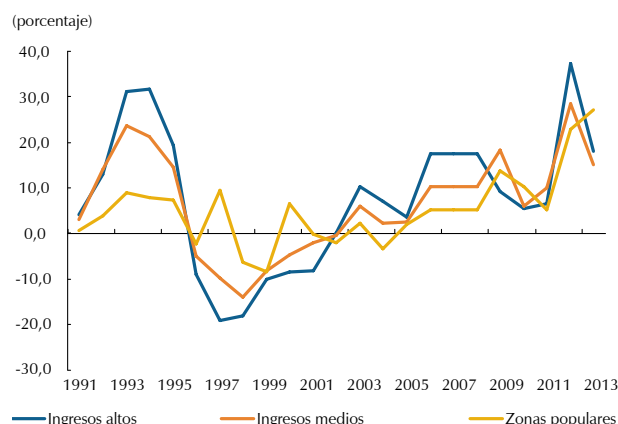
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

En el primer trimestre de 2014 los índices de precios de la vivienda (relativos al IPC) continuaron creciendo a tasas altas, con lo cual se alcanzaron nuevos máximos históricos (Gráfico 51). Sin embargo, la señal de aceleración en los precios de la vivienda no es clara. Por un lado, en el ámbito nacional el índice de precios de la vivienda nueva (IPVN) del creció 9,8%, tasa mayor que la observada en el cuarto trimestre de 2013. Por el contrario, el índice de precios de la vivienda usada (IPVU) del Banco de la República señala un crecimiento de 4,4%, esto es, 0,7 pp menos que el último dato del año anterior.

Los aumentos en los precios de la vivienda han sido generalizados en las principales ciudades; Sin embargo, a diferencia de trimestres anteriores, las cifras reflejan incrementos mayores para las viviendas de familias de ingresos bajos que para segmentos con mayor poder adquisitivo. En el caso de Bogotá (Gráfico 52), la mayor dinámica en la vivienda de interés social (VIS) y la baja oferta de suelos urbanizables presionaron al alza los precios de la tierra de las zonas populares. En 2013 en esos sectores el valor de los terrenos urbanizables creció 27,1% por encima de la inflación, 12 pp más que los terrenos en estratos medios y 9 pp más que los de estratos altos (Gráfico 53). De esta forma, el aumento promedio del precio del suelo residencial en Bogotá fue de 17,9%. Toda esta dinámica ha ocurrido en un contexto de una política estatal de incentivar los proyectos de VIS.

Gráfico 53
Variación anual del precio del suelo residencial (relativo al IPC^{a/}), por zonas



a/ IPC total de Bogotá.
Fuente: Lonja de Bogotá; cálculos Banco de la República.

En los segmentos no VIS los incrementos en las tasas de interés observados en la cartera hipotecaria, junto con el deterioro en el margen en sus indicadores de calidad y mora, podrían moderar el crecimiento del crédito para vivienda y contribuir a mitigar el aumento de los precios en los siguientes trimestres. De igual forma, en la medida en que se normalicen las condiciones monetarias en los países desarrollados, en particular en los Estados Unidos, es posible que ganen atractivo otro tipo de inversiones.

D. ESTIMACIONES DE LARGO PLAZO E ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

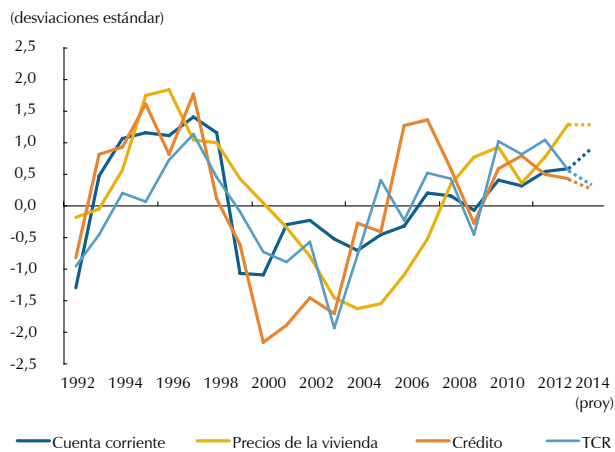
De acuerdo con la evolución de las variables descritas, el déficit en la cuenta corriente se amplió, la TCR se apreció y retornó a niveles similares a los del primer semestre de 2013, el crédito volvió a acelerarse y los precios de la vivienda continuaron mostrando crecimientos elevados. Estos comportamientos sugieren una ampliación del desbalance agregado, siempre y cuando las dinámicas de dichas variables no estén determinadas por el comportamiento de sus fundamentales.

Las estimaciones del equipo técnico del Banco para 2014 indican que en todas las variables, salvo en el crédito, se daría una ampliación del desequilibrio²⁰ frente a lo considerado en el *Informe sobre Inflación* anterior. En particular, aumentaron las brechas proyectadas para la cuenta corriente y la TCR. Para la primera, si bien se esperaba un mayor déficit que el observado en 2013, el dato del primer trimestre fue superior a lo proyectado por los fundamentales. Para la TCR la dinámica de la demanda interna, mejor a la esperada, junto con el comportamiento de las primas de riesgo, explican en parte la apreciación real. Sin embargo, los determinantes relacionados con el sector externo (los términos de intercambio o el deterioro en los activos externos netos) sugieren una dirección opuesta. En cuanto a los precios de la vivienda, si bien la brecha se amplió en menor proporción, ganó participación en el indicador agregado; el desalineamiento estimado del crédito se mantuvo (Gráfico 54).

Con todo lo anterior, el índice de desbalance macroeconómico (IDM) indica que en 2014 el desequilibrio estimado sería similar al de 2013, y que las principales fuentes de vulnerabilidad estarían relacionadas con el sector externo (Gráfico 55). En este contexto, una moderación de la absorción le generaría menos presiones al deterioro de la cuenta corriente y a la apreciación de la TCR. A futuro existe

20 Valores positivos indican desbalance. Para la TCR este se calcula como el nivel de largo plazo menos el valor observado.

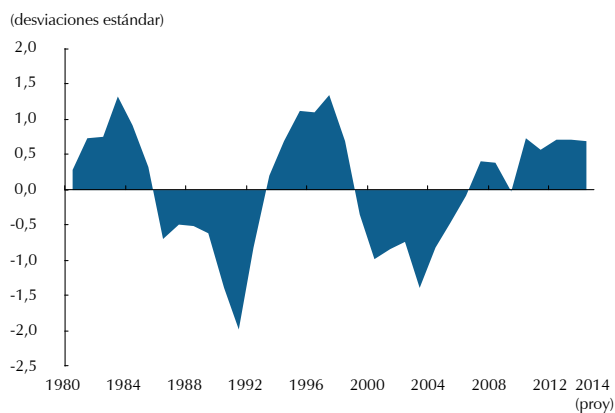
Gráfico 54
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito



Fuente: Banco de la República.

el riesgo de que una caída fuerte en las condiciones de financiamiento internacional, o un descenso significativo en los términos de intercambio, generen un ajuste rápido de la cuenta corriente y una contracción abrupta de la demanda interna, con las implicaciones negativas que eso tendría sobre el ingreso y el bienestar de la población.

Gráfico 55
Índice de desbalance macroeconómico



Fuente: Banco de la República.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

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

Proyecciones para 2014

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,8%, 0,2% superior al estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. De la misma forma, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 5%.

Cuadro A1
Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros para 2014

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	5,0	3,4	2.050	5,1	n. d.	n. d.
Anif ^{a/}	4,6	3,2	n. d.	5,1	2,4	8,1
Banco de Bogotá	5,0	3,1	1.915	5,0	2,4	9,4
Bancolombia ^{a/}	4,7	3,1	1.955	4,75	2,4	8,5
BBVA Colombia ^{a/}	4,7	3,5	1.960	4,6	2,4	10,0
BGT Pactual	4,8	3,3	2.010	n. d.	2,4	9,0
Corficolombiana	5,0	3,2	1.875	5,2	1,6	8,8
Corpbanca ^{b/, c/}	5,2	3,3	1.980	5,00	2,4	8,4
Corredores Asociados ^{a/}	5,1	3,4	1.950	4,5	2,4	n.d
Correval	5,0	3,4	1.950	5,3	1,4	9,1
Davivienda ^{a/}	4,6	3,4	1.900	4,4	2,4	8,5
Fedesarrollo ^{a/}	4,3	3,3	1.896	4,80	2,3	9,2
Ultrabursátiles	4,7	3,1	1.930	4,4	n. d.	9,0
Promedio	4,8	3,3	1.947,6	4,8	2,2	8,9
Analistas externos						
Citi	5,0	3,4	1.930	4,80	2,4	9,0
Deutsche Bank	4,6	3,3	1.890	n. d.	2,3	n. d.
Goldman Sachs	5,3	3,0	1.950	n. d.	2,3	n. d.
JP Morgan	5,0	3,2	n. d.	n. d.	1,2	n. d.
Promedio	5,0	3,2	1923,3	4,8	2,1	9,0

n. d.: no disponible

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

c/ Antiguo Banco Santander.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros para 2015

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,5	3,6	2.200
Anif	4,5	3,0	n. d.
Banco de Bogotá	5,0	3,0	1.975
Bancolombia	4,5	3,4	2.100
BBVA Colombia	4,8	3,4	2.000
BGT Pactual	4,5	3,3	2.100
Corficolombiana	5,0	3,0	1.975
Corpbanca ^{a/}	5,3	3,3	2.100
Corredores Asociados	4,7	3,2	2.015
Correval	5,3	3,1	1.950
Davivienda	4,7	3,4	n. d.
Fedesarrollo	4,9	3,5	1.947
Ultrabursátiles	4,5	3,0	2.000
Promedio	4,8	3,2	2.032,9
Analistas externos			
Citi	5,5	3,5	2.000
Deutsche Bank	4,5	3,5	n. d.
Goldman Sachs	4,3	3,0	1.994
JP Morgan	4,5	3,0	n. d.
Promedio	4,7	3,3	1.997,0

n. d.: no disponible.

a/ Antiguo Banco Santander.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

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

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de \$1.948, frente a los \$1.990 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los \$1.923 para el cierre de año.

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

Proyecciones para 2015

Para 2015 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 4,8% y los extranjeros uno de 4,7%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,2% y 3,3%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de \$2.033 y \$1.997, respectivamente.