



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

Junio de 2012

ISSN - 1657 - 7973



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

Junio de 2012\*

\* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,  
para su reunión del 27 de julio de 2012.

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

ISSN - 1657 - 7973



# LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

## OBJETIVOS

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

## HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

## PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

## COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

# CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	17
A. Coyuntura internacional	17
B. Balanza de pagos en Colombia	25
Recuadro 1: Actividad industrial y comercio internacional global	30
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	33
A. El PIB en el primer trimestre de 2012	33
B. Pronóstico de corto plazo del PIB	37
III. Desarrollos recientes de la inflación	43
A. La inflación básica	45
B. La inflación de alimentos	47
IV. Pronósticos de mediano plazo	49
A. Crecimiento económico	49
B. Inflación	53
Recuadro 2: Metas de inflación en Colombia: rango meta vs. meta puntual	61
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	64
A. La cuenta corriente	65
B. Crédito	74
C. Precios de la vivienda	74
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	77

# ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índices de sentimiento empresarial de la zona del euro (PMI)	18
Gráfico 2	PIB real de los Estados Unidos	19
Gráfico 3	Construcción de vivienda en los Estados Unidos	19
Gráfico 4	Crecimiento promedio anual de las exportaciones para algunos países emergentes de Asia	20
Gráfico 5	Crecimiento anual promedio del índice de producción industrial para algunas economías de América Latina	21
Gráfico 6	Índices de volatilidad (Estados Unidos y Europa)	21
Gráfico 7	Tasas de interés de los títulos de deuda pública a 10 años para algunos países europeos	21
Gráfico 8	Índice de tasa de cambio nominal para algunas economías de América Latina	22
Gráfico 9	Precio internacional del petróleo (Brent)	22
Gráfico 10	Precios internacionales del maíz, la soya y el trigo	22
Gráfico 11	Exportaciones totales	26
Gráfico 12	Exportaciones industriales y otros	27
Gráfico 13	Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador y resto	27
Gráfico 14	Importaciones de bienes (FOB)	27
Gráfico 15	Producto interno bruto	33
Gráfico 16	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	37
Gráfico 17	Muestra mensual del comercio al por menor	37
Gráfico 18	Índice de confianza del consumidor	38
Gráfico 19	Tasa de desempleo (trimestre móvil marzo-abril-mayo)	38
Gráfico 20	Tasa de desempleo (trimestre móvil desestacionalizado)	38
Gráfico 21	Empleo por tipo de ocupación	39
Gráfico 22	Tasas de interés reales de los hogares	39
Gráfico 23	Índice de producción industrial sin trilla de café	40
Gráfico 24	Indicadores de pedidos y existencias de la industria	40
Gráfico 25	Producción de cemento	40
Gráfico 26	Imaco: indicador líder 5 meses del PIB	42
Gráfico 27	Inflación total al consumidor	43
Gráfico 28	IPP total	44
Gráfico 29	Variación anual de los salarios nominales por industria	45
Gráfico 30	Indicadores de inflación básica	45
Gráfico 31	Inflación anual de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	45
Gráfico 32	Inflación anual de regulados y sus componentes	46
Gráfico 33	Inflación anual de no transables	47
Gráfico 34	Inflación anual de alimentos	47
Gráfico 35	Inflación de alimentos por grupos	48
Gráfico 36	<i>Fan chart</i> del crecimiento del PIB	52
Gráfico 37	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	52
Gráfico 38	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	53
Gráfico 39	Expectativas de inflación derivadas de los TES	55
Gráfico 40	Pronósticos de inflación anual según bancos y comisionistas de bolsa	55

Gráfico 41	Inflación observada y expectativas de inflación	55
Gráfico 42	<i>Fan chart</i> de la inflación total	57
Gráfico 43	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	57
Gráfico 44	A. Balanza de pagos	66
	B. Activos externos netos	66
Gráfico 45	A. Flujos de inversión directa	67
	B. Otros flujos de capital	67
Gráfico 46	Cuenta corriente por sectores según la balanza de pagos	68
Gráfico 47	Operaciones externas del sector mineroenergético y petrolero	68
Gráfico 48	Componente de la cuenta corriente del resto de la economía	68
Gráfico 49	Cuenta corriente del resto de la economía	68
Gráfico 50	Importaciones del sector manufacturero y comercio	69
Gráfico 51	Transferencias y renta factorial de sectores diferentes a comercio, manufacturas y agrícola	69
Gráfico 52	Déficit en cuenta corriente del resto de la economía y su financiación	69
Gráfico 53	Balanza de pagos: pasivos por plazo	70
Gráfico 54	Déficit en cuenta corriente en Colombia: cuentas nacionales y balanza de pagos	71
Gráfico 55	Ahorro e inversión como porcentaje del PIB	71
Gráfico 56	Ingresos fiscales por petróleo sobre el total de ingresos	72
Gráfico 57	A. Ahorro e inversión del sector privado como porcentaje del PIB	72
	B. Ahorro e inversión del Gobierno como porcentaje del PIB	72
Gráfico 58	Brecha de la cuenta corriente y sus percentiles	73
Gráfico 59	Crecimiento real de la cartera total	74
Gráfico 60	Crecimiento real de la cartera vencida	74
Gráfico 61	A. Precios de la vivienda relativos al IPC	75
	B. Variación anual de los precios de la vivienda relativos al IPC	75
Gráfico 62	A. Índices del precio de la vivienda relativos al IPC	76
	B. Crecimiento anual promedio, 2009-2012	76

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	24
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	25
Cuadro 3	Proyección de la balanza de pagos de Colombia	29
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	34
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	35
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	44



## EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En junio de 2012 la inflación anual se situó en 3,2%, cifra inferior en 20 puntos básicos (pb) al registro de marzo. Con este resultado la inflación anual retornó a su tendencia decreciente, después de haber estado relativamente estable durante abril y mayo.

Entre marzo y junio la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos se redujo de 4,6% a 4,2%, hecho que explicó cerca de la mitad del descenso de la inflación en el trimestre. La producción de alimentos perecederos, que el año pasado había sido afectada por el fenómeno de La Niña, normalizó su oferta, y explicó la tendencia decreciente en el precio de los alimentos en el primer semestre de 2012.

El IPC sin alimentos también se desaceleró de 2,95% anual en marzo a 2,8% anual en junio, y contribuyó con la otra mitad de la caída en la inflación. En esos dos meses el promedio de las cuatro medidas de inflación básica que calcula el Banco permaneció en 3%.

Dentro del IPC sin alimentos, el grupo de regulados fue el de mayor aporte a la caída de la inflación, al pasar su variación anual de 4,9% en marzo a 3,9% en junio. En este grupo todos sus componentes registraron menores cambios anuales, siendo el de mayor contribución el de combustibles, que en el mismo período se redujo de 4,4% a 1,8%. El IPC de no transables, por su parte, se incrementó 3,6% anual en junio, cifra inferior en 10 pb que el registro de marzo. A pesar del menor ritmo de aumento de este último indicador, el incremento en los arriendos lo siguió presionando al alza.

El único grupo que en el segundo trimestre presentó una aceleración en su variación anual, de 0,7% a 1%, fue el IPC de transables sin alimentos ni regulados. Los precios de los vehículos, de los pasajes aéreos y de los servicios de telefonía fueron los que más contribuyeron a dicha aceleración.

Las acciones de política monetaria, al igual que una inflación menor a la esperada, contribuyeron para que las expectativas de incrementos de precios al consumidor continuaran descendiendo. A junio, las expectativas de inflación derivadas de los TES a dos, tres y cinco años se situaron por debajo de 3%, mientras que las obtenidas a partir de la encuesta mensual sugieren que en diciembre de 2012 y julio de 2013 la inflación se situaría en 3,1% y de 3,3%, respectivamente.

En el primer trimestre de 2012, el PIB colombiano creció 4,7% anual, cifra que se ubicó en la parte inferior del intervalo de pronóstico del equipo técnico del Banco de la República. De esta forma, se completaron dos trimestres con desaceleraciones en la tasa de crecimiento, luego de expandirse 7,5% en el tercer trimestre de 2011 y 6,1% en el cuarto.

Por tipo de gasto, la mayor moderación en la dinámica del PIB se observó en la inversión, al pasar de crecer 14,2% anual en el último trimestre de 2011 a 8,3% en el primero de 2012. La caída en las obras civiles (-8,1%), debido al descenso en la que corresponde al sector petrolero y minero, explicó la mayor parte de este comportamiento. Las inversiones en equipo de transporte y en maquinaria también registraron desaceleraciones, pero crecieron a tasas altas y superiores a sus promedios desde 2000. El único componente de la inversión que se aceleró fue la construcción de edificaciones.

El consumo de los hogares también disminuyó su dinámica, pero siguió siendo el gasto con mayor contribución al desempeño del PIB. En los primeros tres meses de 2012 dicho gasto creció 5,9%, cifra inferior en 20 pb que el registro de un trimestre atrás, aunque superior al promedio calculado desde 2000. El principal impulso en este segmento se dio por las compras de bienes no durables y por la dinámica de los servicios. Por su parte, el gasto en bienes semidurables se desaceleró, aunque mantuvo un ritmo alto. El consumo de bienes durables alcanzó una tasa de expansión anual inferior a su promedio desde 2000 por segundo trimestre consecutivo. El consumo del gobierno continuó siendo moderado, convirtiéndose en el agregado menos dinámico por el lado de la demanda.

Como resultado de todo lo anterior, en el primer trimestre de 2012 la demanda interna creció 6,1% anual, después de haber presentado tasas anuales de 10,5% y 8,0% en el tercer y cuarto trimestres de 2011, respectivamente. Las importaciones y exportaciones también redujeron su ritmo de aumento. A finales de 2011 las ventas externas se expandieron anualmente 16,2%, mientras que en el primer trimestre 2012 lo hicieron a un ritmo de 6,3%. En el mismo lapso, el crecimiento de las importaciones pasó de 21,3% anual a 13% anual.

Por el lado de la oferta, las ramas que más contribuyeron al crecimiento anual del PIB del primer trimestre fueron, en su orden, servicios financieros y de alquiler, la minería, y el comercio, restaurantes y hoteles. En la minería se observó un menor registro de expansión debido a problemas de oferta. De igual forma, el PIB industrial pasó de crecer 3,9% en el último trimestre de 2011 a 0,6% en el primero de 2012. Los sectores agrícola y de construcción presentaron caídas anuales; el

primero de ellos debido a una menor producción de café y, el segundo, al comportamiento de las obras civiles.

Con respecto a la actividad económica del segundo trimestre, la mayor parte de la información disponible sugiere una desaceleración. Los indicadores relacionados con el consumo, dentro de los que se destacan las ventas minoristas, las ventas de vehículos, las importaciones para consumo, el índice de confianza de los hogares y la cartera de consumo, apuntan a que durante el segundo trimestre el gasto de las familias habría crecido a una tasa menor que la registrada en el primer trimestre del año.

Por el lado de la inversión, en el bimestre abril-mayo las importaciones de bienes de capital crecieron a una tasa anual superior a la registrada en el primer trimestre. No obstante, para todo el rubro de inversión el panorama es incierto, debido a que depende de la velocidad de recuperación de las obras civiles.

Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles sugieren que el PIB de la industria retrocedería en términos anuales en dicho período. En abril y mayo el índice de producción industrial sin trilla de café se contrajo 1,3% en promedio, y en niveles mantuvo una tendencia decreciente. A mayo los indicadores de pedidos y existencias de Fedesarrollo mostraron retrocesos, aunque todavía se encuentran por encima de sus promedios de los últimos veinte años. El índice de confianza de los industriales también cayó, aunque de forma más leve que la desaceleración observada en el crecimiento de la producción industrial.

En la construcción los indicadores disponibles tampoco sugieren un dinamismo importante. En abril y mayo la producción de cemento cayó 0,8% promedio anual, mientras que en los mismos meses las licencias de construcción presentaron una contracción de 33% promedio anual. Este último comportamiento se debió a los niveles atípicamente altos del año pasado.

En el sector agropecuario la recuperación de la producción de café, así como el aumento en el sacrificio de ganado en los meses de abril y mayo, permiten esperar que el sector revierta los registros de crecimientos negativos de los dos trimestres anteriores.

Las cifras de los servicios de intermediación financiera indican que este sector impulsará el crecimiento del PIB en el segundo trimestre. Si bien el crédito bancario disminuyó su ritmo, debido principalmente a la moderación de la cartera comercial, su tasa de expansión a junio sigue siendo elevada (17% anual).

En el contexto externo la actividad económica mundial se debilitó más de lo esperado, en mayor parte por la elevada incertidumbre generada por la crisis de la deuda pública en Europa. Así, se ha incrementado la probabilidad de que la desaceleración esperada para 2012 se profundice. Para 2013 los pronósticos más recientes de los principales organismos internacionales continúan proyectando una recuperación, aunque a un menor ritmo que lo estimado en meses anteriores.

Los indicadores de actividad real para la zona del euro muestran que esta economía probablemente se contrajo más de lo previsto en el segundo trimestre del año. La recesión observada en distintas economías de su periferia ha afectado de manera significativa la confianza de empresarios y consumidores de la región y comenzó a restarle dinamismo a Alemania. De esta forma, el crecimiento de esta última podría no ser suficiente para contrarrestar una caída en la producción del resto de países de la zona del euro.

En el caso de los Estados Unidos el crecimiento de su economía continuó siendo débil. Los indicadores recientes de consumo y de actividad manufacturera se desaceleraron. Aunque el mercado de vivienda ha mostrado señales de recuperación, estas son incipientes y se presentan desde niveles muy bajos como para que representen una aceleración en la producción. Adicionalmente, si la situación en Europa se sigue empeorando, la confianza en los Estados Unidos podría deteriorarse más, se aumentarían las restricciones crediticias y se pondría en riesgo la expansión de la mayor economía del mundo.

En las economías emergentes, en especial las asiáticas, cuyos vínculos comerciales con la zona del euro son más fuertes, se presentan signos claros de desaceleración. Para el caso de América Latina, el menor dinamismo se ha dado en Brasil, donde sigue sin observarse una reactivación del crecimiento pese a las medidas de estímulo. Otras economías como México, Chile y Venezuela, muestran un mejor desempeño de sus indicadores, aunque en mayo se observó una desaceleración de la actividad industrial para los dos primeros países.

La debilidad de la demanda global ha disminuido los precios internacionales de algunos bienes básicos, con excepción de algunos productos agrícolas que han sido afectados por fenómenos climáticos. Pese a ello, sus niveles siguen estando por encima de sus promedios de los últimos años.

Los excesos de capacidad mundial así como las menores presiones inflacionarias generadas por la caída en los precios de los productos básicos (exceptuando algunos bienes agrícolas) han permitido políticas monetarias expansivas en un gran número de países. En las economías emergentes, por ejemplo, los bancos centrales de Brasil, China y Corea del Sur han reducido sus tasas de interés, buscando contrarrestar los efectos de la desaceleración de la demanda.

La menor demanda mundial, así como el descenso en los precios de los principales productos que exporta Colombia, se han reflejado en el comportamiento de las exportaciones. En mayo las ventas externas en dólares crecieron 1,2% anual, cifra inferior al promedio registrado entre enero y abril (17,6%). Las exportaciones mineras y de origen agrícola se redujeron en términos anuales 1% y 12,4%, respectivamente. Por su parte, las ventas externas del resto de bienes, los cuales son principalmente industriales (22% del total exportado), aumentaron 14,6% anual. Dentro de este grupo se destacan las mayores ventas de químicos, metales básicos, aparatos eléctricos y alimentos y bebidas.

Es probable que este contexto externo de menor demanda mundial y de precios de productos básicos más bajos afecte la economía colombiana. Por lo anterior, y por los hechos internos ya mencionados, se prevé que el crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2012 se ubicaría entre 3,3% y 4,8%.

Para todo 2012 el equipo técnico del Banco de la República redujo el rango de pronóstico del PIB en un punto porcentual, al situarlo entre el 3% y el 5%. La amplitud del rango obedece a la incertidumbre sobre el tamaño de la desaceleración global y su impacto sobre la economía colombiana, así como sobre la recuperación de las obras civiles y la superación de algunos choques de oferta negativos que están afectando los sectores industrial y minero. Para 2013 se proyecta un crecimiento similar al de 2012.

De todo lo anterior se puede concluir que, con respecto al informe de marzo, la inflación observada fue menor a la esperada y las expectativas de crecimiento de los precios a diferentes plazos están al rededor del 3% o menos. El contexto externo se deterioró aún más y los pronósticos de crecimiento económico de Colombia para 2012 descendieron. Para el mismo año las estimaciones sugieren una brecha de producto más cerrada y un mercado laboral menos “apretado”. Estas dos últimas tendencias podrían acentuarse en 2013.

Con el anterior panorama, la Junta Directiva del Banco de la República analizó diferentes escenarios de riesgos para la inflación y el crecimiento, con base en los cuales en las reuniones de abril, mayo y junio decidió mantener inalterada la tasa de interés de referencia en 5,25% y reducirla a 5% en la de julio.

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

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



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

**Elaborado por:**

Departamento de Programación e Inflación  
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

**Gerente**

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

**Subgerente**

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

**Director**

Sección de Inflación (\*)

Adolfo León Cobo

**Jefe**

Óscar Iván Ávila

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Anderson Grajales

Daniel Parra

José David Pulido

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

Se agradece igualmente la colaboración de Aarón Garavito, David Camilo López y Enrique Montes en la redacción del capítulo V.

# I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

**La incertidumbre alrededor de la evolución** de la crisis europea debilitó, más de lo esperado, la actividad global en el segundo trimestre del año.

**La desaceleración de la economía mundial ha permitido** que las presiones inflacionarias alrededor del mundo se reduzcan. Sin embargo, algunos factores climáticos, como las sequías en los Estados Unidos, afectarían los precios de los alimentos en el segundo semestre del año, incluidos los de los países emergentes.

**En términos generales, los pronósticos de crecimiento** económico de los principales socios comerciales de Colombia se redujeron y los riesgos se mantuvieron a la baja.

## A. COYUNTURA INTERNACIONAL

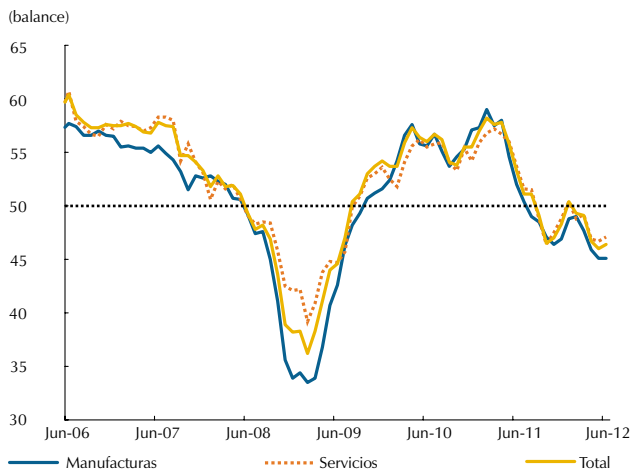
### 1. Actividad real

Durante el segundo trimestre del año la actividad económica global se debilitó más de lo esperado, en buena parte debido a la mayor incertidumbre generada por la crisis de la deuda pública europea. Por esa misma razón en los últimos meses se ha incrementado la probabilidad de que la desaceleración mundial para el presente año y para 2013 se profundice. El relativo optimismo sobre la evolución de la crisis europea que prevaleció en los primeros meses del año ha empezado a diluirse como consecuencia del recrudecimiento de las tensiones políticas, económicas y financieras de la región, al igual que por el mayor contagio hacia otras economías.

*En los últimos meses ha aumentado la probabilidad de que la desaceleración global se profundice.*

Así, aunque en el primer trimestre del año la confianza dejó de deteriorarse y el crecimiento económico de algunos países, como Alemania y Japón, sorprendió al alza, los indicadores de actividad real de la mayoría de economías avanzadas para el segundo trimestre muestran síntomas de debilitamiento. Asimismo, el dinamismo de los países emergentes se ha moderado debido al menor impulso de la demanda global, y en algunos casos, como China y Brasil, por la moderación

Gráfico 1  
Índices de sentimiento empresarial de la zona del euro (PMI)<sup>a/</sup>



a/ Purchasing managers index.  
Fuentes: Datastream y Bloomberg.

de su actividad interna. En particular, en los últimos meses se ha evidenciado una debilidad generalizada en la actividad manufacturera y en el comercio exterior (véase Recuadro 1).

Durante el primer trimestre del año la zona del euro evitó una contracción de su producto interno bruto (PIB), pues se expandió 0%, como consecuencia del crecimiento de Alemania, economía que logró contrarrestar el pobre dinamismo de los países endeudados. Sin embargo, para el segundo trimestre la información disponible evidencia que la actividad económica de la zona del euro siguió deteriorándose y probablemente se contrajo en dicho período. Los índices de sentimiento en las actividades de manufacturas y servicios (Gráfico 1), así como el de la producción industrial, permanecieron en terreno negativo, mientras que la confianza de empresarios y consumidores siguió de-

primida, a pesar de los nuevos anuncios para contener los efectos de la crisis de deuda pública.

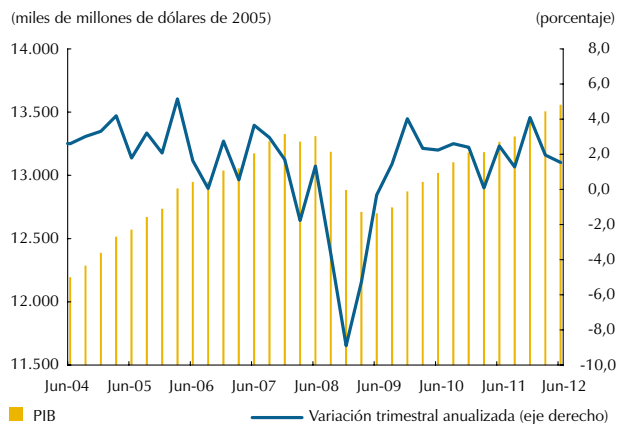
En términos de crecimiento económico, los países más afectados de la región continuaron siendo los de la periferia, como Grecia, España y Portugal, cuyas economías permanecen en recesión y sus mercados laborales siguen deteriorándose. De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística español, la economía de este país se contrajo 0,4% trimestral entre abril y junio, cifra superior a los tres meses anteriores, cuando la producción se redujo 0,3%. Esta información es consistente con las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), según las cuales la economía española retrocedería un 1,5% en 2012 y 0,6% en 2013, pronósticos que se quedarían cortos, pues no contemplan los nuevos planes de ajuste fiscal anunciados por el Gobierno español, que en el corto plazo podrían acentuar la recesión.

Por su parte, países como Alemania y Francia también habrían comenzado a sentir los efectos de la menor demanda externa y probablemente su expansión en el segundo trimestre no sería suficiente para compensar la recesión que atraviesan otras economías de la región. Según el banco central francés, el PIB de su país se contrajo 0,1% en el segundo trimestre del año, después de haberse estancado en los primeros tres meses del año. De manera similar, en Alemania la producción industrial se desaceleró y el sentimiento de empresarios y consumidores empezó a deteriorarse.

Con el fin de recuperar la confianza y restablecer el dinamismo de la región, el Consejo Europeo ha seguido avanzando en los temas de integración, especialmente en el campo financiero, y está diseñando un plan de crecimiento, basado en un incremento de la inversión en infraestructura. Sin embargo, implementar estas medidas podría tardar más tiempo del necesario para restablecer la confianza, por lo que sus efectos sobre el crecimiento son inciertos.

*La crisis de los países de la periferia europea ha empezado a afectar a Alemania y Francia.*

Gráfico 2  
 PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

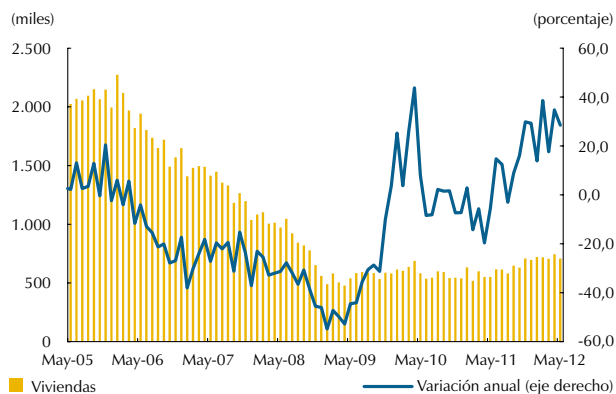
Fuera de la zona del euro también hay signos preocupantes. La estimación inicial del PIB del Reino Unido para el segundo trimestre del año evidencia que su economía se contrajo 0,7%, completando nueve meses de crecimiento negativo. En el caso de los Estados Unidos su economía ha seguido expandiéndose a un ritmo moderado, como consecuencia de la débil confianza de los consumidores, del menor dinamismo de la actividad manufacturera y de la moderación en la demanda global. Así, durante el segundo trimestre de 2012 su PIB creció 1,5% (Gráfico 2), después de haberlo hecho 2% trimestre anualizado (ta) en los primeros tres meses del año. Esto provino de una menor expansión del consumo, la cual pasó de 2,45% ta en los primeros tres meses del año a 1,5% ta entre abril y junio, al igual que de una nueva contracción en el

gasto del gobierno (-1,4% ta). Por su parte, la inversión interna y las exportaciones se aceleraron y crecieron 8,5% ta y 5,3% ta, respectivamente.

El menor crecimiento de la economía estadounidense ha afectado el comportamiento de su mercado laboral y por lo pronto parece insuficiente para reducir los niveles actuales de desempleo. Así, en los últimos meses la tasa de desempleo dejó de caer y las solicitudes iniciales de seguro de desempleo y la creación neta de empleo se han deteriorado.

La menor recuperación de su mercado de trabajo y la mayor incertidumbre global son los principales causantes del detrimento de la confianza de los consumidores, quienes han empezado a moderar su ritmo de gasto (tal y como se anotó). Pese a ello, el mercado de vivienda ha mostrado algunos síntomas positivos; sin embargo, sus niveles aún son muy bajos como para representar una aceleración en la producción (Gráfico 3) y aún es prematuro afirmar que las tendencias de los últimos meses van a continuar.

Gráfico 3  
 Construcción de vivienda en los Estados Unidos



Fuente: Datastream.

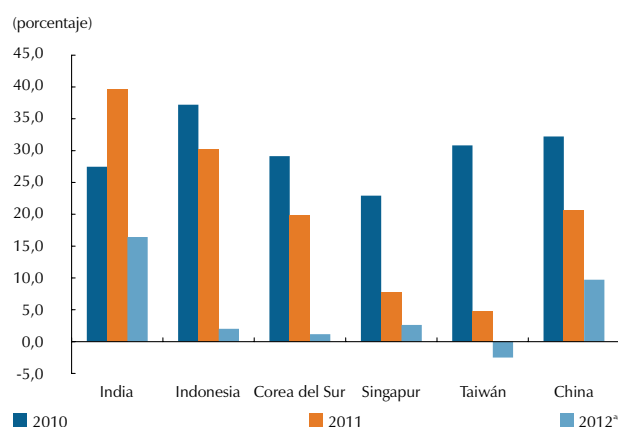
De otra parte, en Japón, aunque la economía se expandió a un ritmo favorable durante el primer trimestre del año (4,7% ta), la producción industrial se debilitó nuevamente con cifras a junio, al igual que el índice de sentimiento manufacturero. Lo anterior podría anticipar una nueva recaída de la economía japonesa, la cual estaría siendo contagiada por el menor dinamismo de la demanda externa.

En relación con las economías emergentes, en el segundo trimestre del año el crecimiento del PIB se desaceleró de nuevo en China, pasando de 8,1% anual en los primeros tres meses del año a 7,6%. La menor expansión de la producción ha llevado a que

las autoridades económicas tomen medidas para incentivar la actividad real, la cuales deberían empezar a tener efecto en la segunda parte del año. Vale la pena resaltar que la pérdida de dinamismo de la economía china se debe, en parte, al menor crecimiento de la zona del euro, uno de sus principales socios comerciales; sin embargo, también se debe a factores internos, como a la menor expansión en el mercado de vivienda.

De manera similar, la actividad real ha seguido moderándose en el resto de economías de Asia. Con información al primer trimestre, en India, Indonesia,

Gráfico 4  
Crecimiento promedio anual de las exportaciones para algunos países emergentes de Asia



a/ Promedio mensual observado a junio.  
Fuente: Datastream.

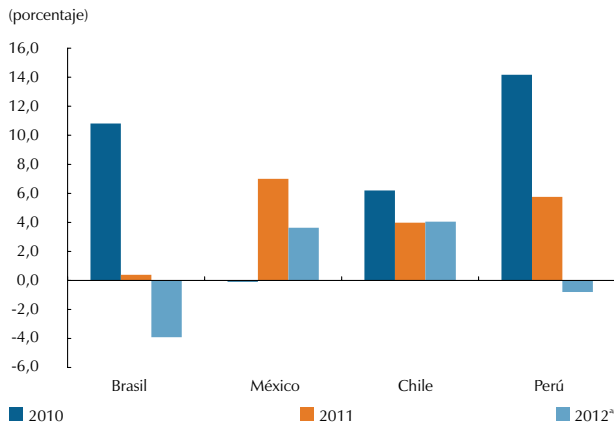
Singapur y Taiwán el crecimiento económico se redujo frente a lo evidenciado en el cuarto trimestre de 2011. Los indicadores para el segundo trimestre del año no muestran un cambio en estas tendencias, pues en términos generales las exportaciones han seguido desacelerándose y el crecimiento de la industria se ha estancado. Específicamente, durante algunos meses en Corea del Sur, Indonesia, Taiwán y Singapur las ventas externas se han contraído, en términos anuales, mientras que la producción industrial evidencia tasas de crecimiento promedio inferiores a las del año anterior (Gráfico 4).

Finalmente, para las economías de América Latina se observa que en Brasil la actividad real ha seguido debilitándose, a pesar de las medidas de estímulo implementadas desde finales de 2011. Así las cosas, el PIB brasilero se expandió 0,8% anual entre enero y marzo y los indicadores del segundo trimestre evidencian un deterioro mayor en este período. Con cifras a mayo, su producción industrial continuó cayendo, tanto en términos mensuales como anuales, mientras que el índice de actividad real, calculado por su banco central, se desaceleró de nuevo en este mismo mes.

Para las otras economías de la región que son importantes para el comercio exterior colombiano la situación es menos crítica. Con cifras al primer trimestre de 2012 el crecimiento anual del PIB se aceleró en México, Chile, Perú y Venezuela, economías que se expandieron 4,7%, 4,8%, 6,0% y 5,6%, respectivamente. La información para el segundo trimestre evidencia que la actividad real se mantiene en terreno expansivo en México y Chile, mientras que Perú ha perdido dinamismo (Gráfico 5).

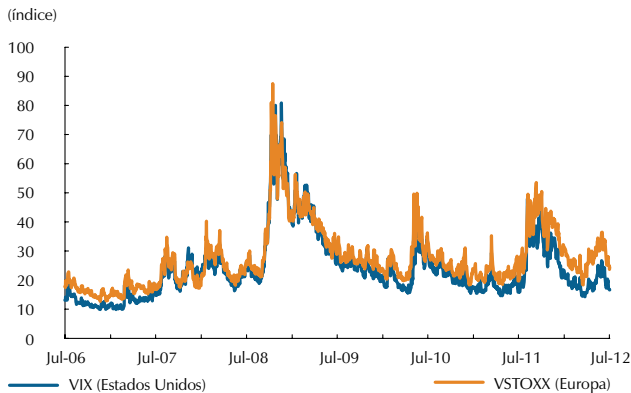
Para el caso de Venezuela cabe esperar que el mayor gasto público, en un año electoral, siga incentivando la expansión económica del país. Por su parte, en Ecuador el crecimiento se moderó, al pasar de 6,1% anual en el último trimestre de 2011 a 4,8% anual en los primeros tres meses de 2012.

**Gráfico 5**  
Crecimiento anual promedio del índice de producción industrial para algunas economías de América Latina



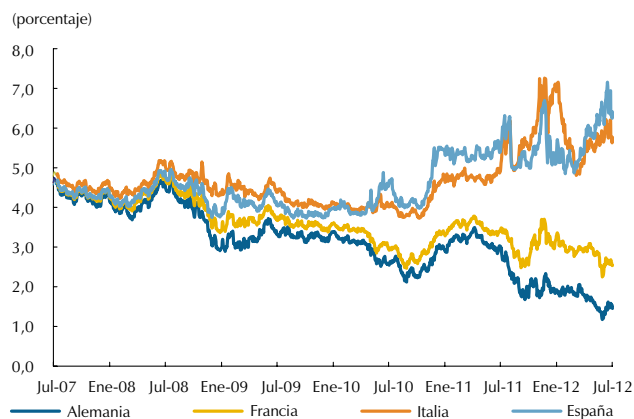
a/ Promedio mensual observado a mayo.  
Fuente: Datastream.

**Gráfico 6**  
Índices de volatilidad (Estados Unidos y Europa)



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

## 2. Mercados financieros

A partir de mayo la incertidumbre retornó a los mercados internacionales de capital (Gráfico 6), coincidiendo con el aumento de las preocupaciones sobre la solvencia de la banca española y con diversos acontecimientos políticos en Grecia<sup>1</sup>.

En España la alta exposición de la banca comercial al mercado inmobiliario (que completa varios años en crisis), forzó al Gobierno a intervenir uno de los principales bancos por activos del país y a solicitar recursos del fondo de rescate de la región para solventar su sistema financiero<sup>2</sup>. Por su parte, diversas agencias calificadoras redujeron sus notas crediticias a la mayoría de bancos españoles, como consecuencia de la debilidad de sus balances.

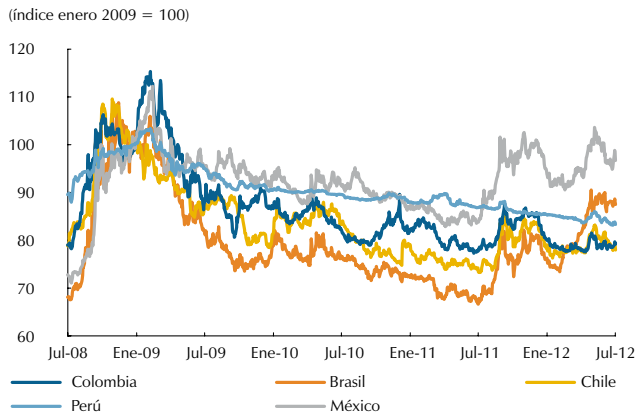
A pesar de las medidas anunciadas, las presiones en el mercado de deuda pública española han continuado (Gráfico 7), debido a la incertidumbre sobre las condiciones del préstamo a la banca comercial. El pasado 20 de julio, con la Declaración del Eurogrupo, se dejó en claro que el garante de los préstamos sería el gobierno español, por lo que en caso de quiebra de alguno de los bancos que solicite ayuda, las arcas fiscales deberían responder por los recursos prestados, en cuyo caso la deuda pública aumentaría y comprometería la meta de déficit fiscal.

Las mayores tensiones financieras en España también han afectado el mercado de deuda pública de otros países de la región, como Italia, y ha acelerado la depreciación del euro con respecto al resto de monedas.

1 En concreto, la primera ronda electoral de Grecia, que no logró el apoyo mayoritario para ninguno de los partidos, aumentó la probabilidad de una salida de dicho país de la unión monetaria. Sin embargo, con las elecciones de junio la especulación se redujo tras la escogencia de un gobierno conservador que apoya la permanencia de Grecia en la zona del euro.

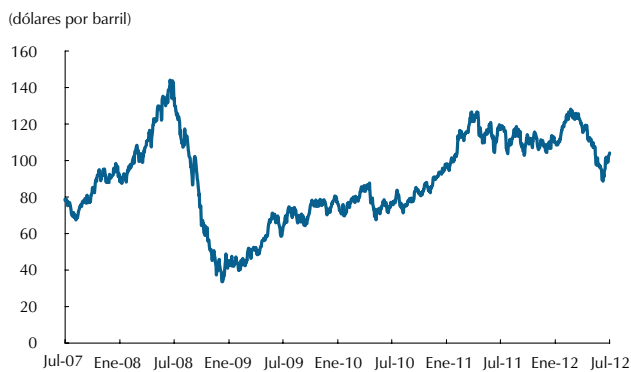
2 Hasta finales de junio, la ayuda solicitada por España implicaba un aumento considerable de la deuda pública de dicho país, que la podría elevar al 90% de su PIB para este año. Sin embargo, tras la reunión de Bruselas los días 28 y 29 de junio, el Consejo Europeo acordó la capitalización directa de la banca comercial española, sujeto a la creación de un organismo de supervisión bancaria, donde el Banco Central Europeo (BCE) tenga participación; mientras tanto, los recursos serían canalizados mediante el gobierno español.

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



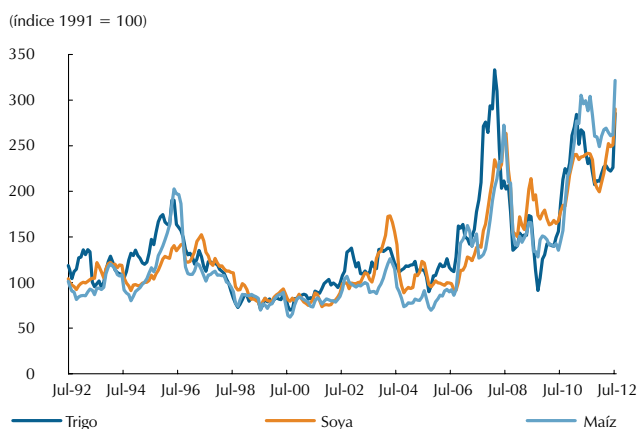
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 9**  
Precio internacional del petróleo (Brent)



Fuente: Datastream.

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



Fuente: Datastream.

De la misma forma, ha generado desvalorizaciones en los principales índices accionarios, como consecuencia del mayor nerviosismo de los inversionistas.

Vale la pena resaltar que en América Latina las primas de riesgo han permanecido relativamente estables en los últimos meses, con algunos incrementos (desde niveles muy bajos) en mayo por la mayor incertidumbre global. Finalmente, en relación con las tasas de cambio nominales, en Chile y Colombia han estado fluctuando en un estrecho intervalo, mientras que en Brasil terminó el ciclo de devaluación (generado por las políticas de control de capitales) y en México se apreció fuertemente en los últimos meses (Gráfico 8).

### 3. Inflación y política monetaria

La desaceleración de la demanda global ha permitido una reducción en los precios internacionales de los bienes básicos desde los niveles alcanzados en el primer trimestre del año. Así, el precio promedio del barril de petróleo Brent ha pasado de US\$118,8 en el período enero-abril a US\$102,7 entre mayo y julio (Gráfico 9). De forma similar, los precios internacionales de los alimentos, según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés), han caído de manera consecutiva en los últimos meses. Sin embargo, es de esperarse que en los próximos meses se presenten algunos repuntes en los alimentos debido a las sequías presentadas en los Estados Unidos que han afectado las cosechas de maíz, soya y trigo (Gráfico 10).

En este contexto, las presiones inflacionarias que se venían presentando en algunas economías emergentes y desarrolladas (como China, India y los Estados Unidos) han disminuido en los últimos meses. Esto, junto con la desaceleración en la demanda global y las altas tasas de desempleo han apoyado una política monetaria de estímulo en las principales economías desarrolladas, cuyos bancos centrales han mantenido en mínimos históricos sus tasas de intervención y no descartan implementar nuevas medidas de política. El pasado 5 julio el Banco Central Europeo (BCE) redujo en 25 puntos básicos (pb) su tasa de intervención; de manera similar, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) extendió

*La sequía en los Estados Unidos y otros países ha aumentado los precios internacionales de los alimentos.*

la operación *Twist* por unos meses más y mantiene la posibilidad de ejecutar una tercera ronda de relajamiento cuantitativo. Pese a ello, en sus reuniones de agosto los bancos centrales de la zona del euro y los Estados Unidos no anunciaron nuevas medidas de estímulo.

En relación con las economías emergentes, la inflación también se ha moderado en algunos países, al punto de que diversos bancos centrales han cambiado su postura de política. Así, el banco central de China redujo su tasa de intervención en 31 pb el pasado 21 de julio, al igual que lo hizo con la reserva requerida a los bancos comerciales. De manera similar, los bancos centrales de India, Brasil, Corea del Sur y Australia han disminuido sus tasas de interés de intervención en los últimos meses, buscando contrarrestar los efectos del menor dinamismo de la demanda global.

Se espera que para lo que resta del año y durante el próximo las tasas de interés de los principales bancos centrales continúen en niveles bajos y que se adelanten programas de aumento de liquidez en las economías desarrolladas. Esto deberá mantener las tasas de mercado en niveles bajos.

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

Teniendo en cuenta todo lo anterior, para este informe el equipo técnico redujo sus pronósticos de crecimiento económico para el promedio de socios comerciales de Colombia. Así, en el escenario central para 2012 la expansión del PIB de socios sería de 3,2%, con un intervalo entre 2,6% y 3,6%. Para 2013 el crecimiento estaría entre 2,0% y 3,8%, con un escenario central de 3,3% (Cuadro 1).

Los escenarios de crecimiento para lo que resta del año y para 2013 dependen, en gran medida, de la evolución de la crisis en la zona del euro y de sus efectos sobre el desempeño de la economía global. En un escenario donde la confianza de empresarios y consumidores se restablezca de manera gradual en lo que resta del año y la volatilidad en los mercados internacionales de capital se mantenga solo por unos meses más, el crecimiento de la región podría ser de -0,7% para todo 2012. En este caso se prevé que la volatilidad de los mercados siga afectando negativamente el comportamiento de la región y la de sus principales socios comerciales durante el tercer trimestre, desestimulando las decisiones de inversión e impactando la demanda. Sin embargo, este deterioro no continuaría en el cuarto trimestre, por lo que para 2013 la economía europea seguirá debilitada, pero no se contraerá. En el presente informe se considera que este escenario sigue siendo el más probable.

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

Frente a dicho escenario central, se proponen dos alternativos: uno más favorable, que supone una recuperación rápida de la confianza (en el tercer trimestre), en el cual las presiones sobre los mercados de deuda pública se reducen rápidamente y el crecimiento se reactiva, principalmente en 2013. Otro más pesimista donde la confianza de los agentes se deprime aún más y los costos de financiamiento de los

Cuadro 1  
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2011	Proyecciones para 2012			Proyecciones para 2013		
		Bajo	Escenario Central o más probable	Alto	Bajo	Escenario Central o más probable	Alto
<b>Principales socios</b>							
Estados Unidos	1,7	1,3	2,0	2,4	(1,0)	2,0	2,5
Zona del euro	1,4	(1,5)	(0,7)	(0,3)	(3,5)	0,0	0,5
Venezuela	4,2	4,0	5,0	6,0	2,0	3,0	4,0
Ecuador	7,8	3,5	4,5	5,5	3,0	4,0	5,0
China	9,2	7,5	8,0	8,5	7,0	8,0	8,5
<b>Otros socios</b>							
Japón	(0,7)		2,40			1,60	
Perú	6,9		5,60			6,00	
México	4,0		3,40			3,80	
Chile	6,0		4,00			4,30	
Argentina	8,9		3,30			3,70	
Brasil	2,7	1,5	2,5	3,5	3,0	4,0	5,0
<b>Países desarrollados</b>	<b>6,2</b>						
<b>Países en desarrollo</b>	<b>1,6</b>						
<b>Total mundial</b>	<b>3,9</b>						
<b>Total socios comerciales</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>

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

países de la periferia se elevan a niveles insostenibles. En este último caso la crisis de la región se profundizaría, agudizando su recesión, con consecuencias graves sobre la economía mundial. Aquí no se descarta la salida de algún país de la zona del euro en el próximo año y medio.

De acuerdo con los escenarios anteriores, para los Estados Unidos el crecimiento de 2012 estaría entre 1,3% y 2,4%, con un punto más probable en 2,0%, lo que representaría una aceleración respecto a 2011, cuando el crecimiento fue de 1,7%. En 2013 la expansión de su PIB en el escenario central sería de 2,0% con un intervalo entre -1,0% y 2,5%. En general, estas cifras son menores que las contempladas en el informe de marzo.

En relación con las economías de América Latina, los pronósticos para Venezuela mejoraron ligeramente en 2012, debido a lo observado en el primer trimestre y al mayor gasto público en época electoral. Por su parte, los débiles resultados en Brasil motivaron una reducción en sus pronósticos de crecimiento, y para este año se espera que la economía se expanda 2,5%, con una aceleración en 2013 a 4,0%, año en el que se espera que las medidas de estímulo tengan mayor efecto.

Vale la pena resaltar que los escenarios descritos en este informe no consideran riesgos adicionales al crecimiento global como dificultades para lograr el ajuste

fiscal en los Estados Unidos y una desaceleración fuerte en China, debido a factores internos (mercado hipotecario).

En cuanto a los precios internacionales de referencia para los bienes básicos exportados por Colombia, las menores presiones de demanda y la evolución observada en lo que va del año motivaron una reducción en los pronósticos frente a lo observado en 2011 y, en general, a lo estimado hace tres meses. Para 2013, teniendo en cuenta la evolución del mercado de futuros, así como de los pronósticos de algunos analistas se esperaba un ligero aumento en el precio promedio del petróleo y el carbón y una reducción en el resto de bienes básicos. En esta ocasión se presentan los pronósticos para las referencias internacionales del petróleo (Brent), carbón (Róterdam), níquel (Bolsa de Londres) y oro, al igual que la cotización del café colombiano (Cuadro 2). Dichas referencias son tenidas en cuenta al momento de calcular los pronósticos para las cotizaciones colombianas.

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

Principales productos	2011	Proyecciones para 2012			Proyecciones para 2013		
		Escenario			Escenario		
		Bajo	Central o más probable	Alto	Bajo	Central o más probable	Alto
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	2,87	1,90	2,10	2,30	1,70	2,00	2,50
Petróleo Brent (dólares por barril)	111,5	98	104	110	80	100	115
Carbón Róterdam (dólares por tonelada)	121,8	84,7	93,2	99,8	75,5	97,1	107,9
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	22.865	18.821	20.389	22.026	17.957	19.521	21.085
Oro <sup>a/</sup> (dólares por onza troy)	1.573	1.750	1.630	1.580	1.800	1.600	1.500

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

## B. BALANZA DE PAGOS EN COLOMBIA

Al primer trimestre de 2012 la balanza de pagos registró un déficit en cuenta corriente del 2,0% del PIB (US\$1.761 millones [m]), cifra inferior a la observada en el mismo período del año anterior (2,4% del PIB, es decir, US\$1.859 m). La reducción del déficit fue resultado de un contexto favorable de precios para los productos básicos de exportación y de una desaceleración en el ritmo importador del país, lo que estuvo acompañado de menores recursos de financiación externa con relación a lo registrado en el primer trimestre de 2011.

En este sentido, el menor déficit en cuenta corriente del primer trimestre del año obedeció en especial a un mayor superávit registrado en la balanza comercial, impulsado por el crecimiento en el valor de las exportaciones del petróleo crudo y sus derivados. De esta manera, el superávit comercial fue superior en US\$1.315 m al registrado en el primer trimestre del año anterior, reflejando un crecimiento de las exportaciones del 21% frente a un crecimiento de las importaciones del 12%.

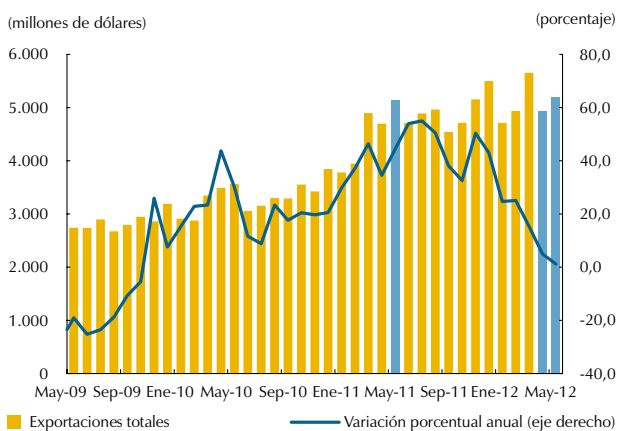
En el primer trimestre de 2012 el déficit en cuenta corriente fue de 2,0% del PIB, inferior a lo observado en 2011.

Este resultado fue parcialmente compensado por los mayores egresos netos registrados por la renta de factores, los cuales aumentaron 29% con respecto al primer trimestre de 2011, al pasar de US\$3.235 m a US\$4.185 m, y al mayor déficit en el comercio exterior de servicios, con un aumento en los egresos netos de US\$241 m para el mismo período.

Durante los primeros tres meses del año, el déficit en cuenta corriente siguió financiándose ampliamente con la cuenta de capital y financiera, la cual registró un superávit de US\$2.237 m, inferior en US\$676 m al registrado en igual período de 2011, pasando del 3,7% al 2,6% en términos del PIB. El anterior resultado refleja entradas de capital al país por US\$3.657 m de inversión extranjera directa (IED), US\$1.279 m por inversión extranjera de portafolio y US\$604 m de préstamos y otros créditos externos, lo cuales fueron compensados parcialmente por las salidas de capital colombiano para la constitución de activos en el exterior por valor de US\$3.302 m. Por su parte, la acumulación de reservas internacionales brutas para los primeros tres meses del año sumó US\$827 m.

Teniendo en cuenta los resultados anteriores y de acuerdo con la información disponible para lo corrido del año a mayo, puede inferirse el comportamiento de la balanza comercial para el segundo trimestre de 2012. Según la información publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el acumulado registrado para los meses de abril y mayo muestra un superávit comercial de US\$705 m, que representa una reducción del 39% frente al registrado en el mismo período de 2011, cuando sumó US\$1.154 m. Lo anterior es resultado de unas exportaciones en dólares que ascendieron en promedio a US\$5.071 m para el bimestre abril-mayo, registrando un aumento anual de 3,0% (Gráfico 11) y de unas importaciones (FOB<sup>3</sup>) en dólares que en promedio para estos dos meses fueron de US\$4.719 m, con un crecimiento anual de 8,6%. El dinamismo que venían mostrando las exportaciones se vio afectado por la caída, en abril y mayo, de los precios de los principales productos de exportación y en especial del precio del petróleo, debido al debilitamiento de la demanda mundial.

Gráfico 11  
Exportaciones totales (mensual)



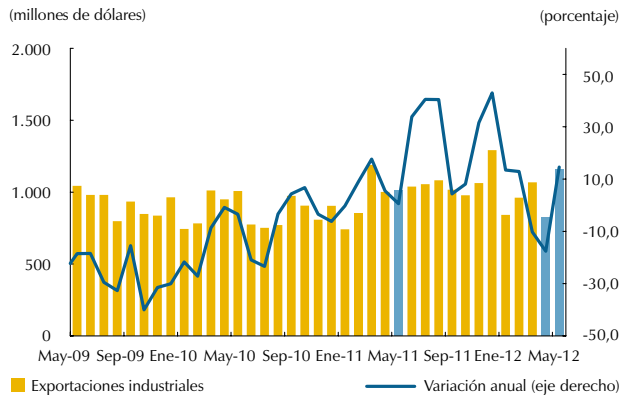
Fuente: DANE.

El dinamismo que venían mostrando las exportaciones se vio afectado por la caída, en abril y mayo, de los precios de los principales productos de exportación y en especial del precio del petróleo, debido al debilitamiento de la demanda mundial.

Por tipo de bienes exportados, en abril y mayo los de origen minero (carbón, ferróniquel, oro, petróleo y sus derivados) aumentaron a una tasa anual de 6,9% y representaron el 74% del total de las exportaciones. Este resultado significa una fuerte desaceleración para estos productos con relación al crecimiento registrado en el primer trimestre del año (34% anual), lo cual se

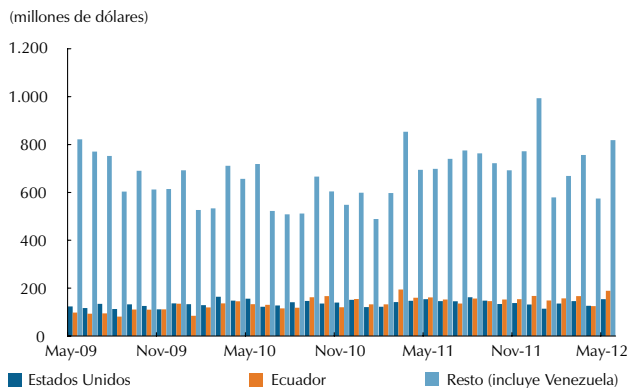
3 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF, las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de US\$4.953 m durante abril y mayo de 2012, con un aumento de 8,4% anual.

**Gráfico 12**  
Exportaciones industriales y otros<sup>a/</sup>  
(mensual)



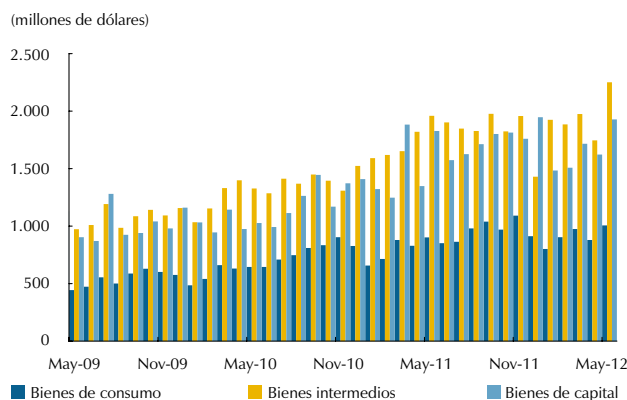
a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas.  
Fuente: DANE.

**Gráfico 13**  
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador y resto<sup>a/</sup>



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

**Gráfico 14**  
Importaciones de bienes (FOB)



Fuente: DANE

explica en gran medida por la caída experimentada en el precio del petróleo, como ya se mencionó. Por su parte, el valor exportado de los principales productos de origen agrícola registró una variación promedio negativa de 26,7% anual para el período mencionado, reducción causada en especial por las menores exportaciones de café y flores (variación anual promedio de -39% y -20%, respectivamente).

En esta misma dirección, las exportaciones industriales<sup>4</sup>, cuya participación en el total fue del 20%, mostraron una contracción de 1,4% anual con relación al mismo período de 2011 (-17,6% en abril y +14,5% en mayo) (Gráfico 12). Estas exportaciones, según destinos, mostraron que en promedio en términos anuales las ventas entre abril y mayo cayeron 6,9% a los Estados Unidos y 2,4% a Ecuador, mientras que se mantuvieron estables para el resto de países. Cabe resaltar que al igual que en el primer trimestre del año, durante abril y mayo las ventas a Venezuela siguieron registrando un crecimiento dinámico, reportando una variación anual de 56,6%<sup>5</sup> (Gráfico 13).

En cuanto a las importaciones FOB en dólares, en el promedio de los meses de abril y mayo de 2012 su crecimiento se concentró principalmente en las mayores compras de bienes de capital (en especial de aquellas dirigidas para la industria, con un incremento anual de 18,2%, y en menor medida aquellas con destino a la agricultura, con uno de 9,7%). Por su parte, las importaciones de bienes de consumo aumentaron 9% anual (impulsadas principalmente por las compras de consumo no durable, que crecieron en promedio 14,5% anual en el mismo período), mientras que las de bienes intermedios lo hicieron en 5,7% anual (Gráfico 14).

En lo corrido del año al mes de junio los ingresos por remesas de los trabajadores colombianos en el exterior

4 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas, y las exportaciones industriales representan el 98% de este grupo.

5 Cuando se excluyen los productos básicos de las exportaciones industriales y no se consideran las ventas externas a Venezuela, Ecuador ni los Estados Unidos, el agregado resultante exhibe una contracción de 11,2% anual en el bimestre abril-mayo.

*A junio los ingresos por remesas de los trabajadores colombianos en el exterior registraron una caída anual de 0,7% frente al mismo período de 2011.*

fueron ligeramente inferiores a los reportados para el mismo período de 2011, registrando una caída anual de 0,7%, explicada en parte por el debilitamiento de la economía española, fuente importante de estos recursos. Adicionalmente, con información de la balanza cambiaria<sup>6</sup> a junio de 2012, se observa un gran dinamismo en la entrada de capital privado (principalmente por IED), continuando así la tendencia que ha venido presentado este flujo de recursos. Dichas entradas, sin embargo, están siendo compensadas por las salidas de capitales de este sector, resultado en gran medida de otros flujos diferentes a endeudamiento e inversión financiera o de portafolio.

De acuerdo con el comportamiento descrito y junto con los intervalos de pronóstico de las variables externas y de crecimiento interno (presentados en distintas secciones de este informe), se realiza el ejercicio de proyección de la balanza de pagos. Como es usual, dicha estimación parte de los escenarios descritos con relación a los supuestos de crecimiento de los socios comerciales y la evolución de los precios de los principales productos de exportación del país<sup>7</sup>. De esta manera, la balanza de pagos proyectada para 2012 registraría una ligera ampliación en el déficit en cuenta corriente frente a lo observado en 2011. Dicho déficit podría ubicarse en un rango entre 2,9% y 3,3% del PIB, con un escenario más probable de 3,1%.

Consistente con este resultado, los ingresos por exportaciones totales registrarían una variación entre -0,6% y 10,0% anual (5,0% en el escenario más probable), mientras que las importaciones, afectadas por un contexto de menor demanda interna, podrían crecer entre 1,4% y 15,1% anual, con una variación de 7,5% como resultado central. En este sentido, el comportamiento de las importaciones para el presente año sería coherente con un entorno de menor crecimiento interno frente al previsto en el informe anterior y compensaría parcialmente el menor aumento de las exportaciones proyectadas.

Estos resultados proyectados para la balanza comercial estarían acompañados por una mayor salida de recursos por concepto de renta factorial del orden de los US\$16 miles de millones (mm) en todo 2012. Los egresos serían principalmente por concepto de pago de intereses (en especial del sector privado) y serían parcialmente compensados por un menor valor en la remisión de utilidades, consistente con la disminución en los pronósticos del precio del petróleo. Además, se proyecta un ingreso neto por transferencias menor al registrado en 2011, dado un contexto de menor crecimiento de los países de mayor flujo de estos recursos (España y los Estados Unidos) (Cuadro 3).

*Para todo 2012 se proyecta una ligera ampliación del déficit en cuenta corriente frente a 2011.*

---

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

7 Para el caso de la proyección de la balanza de pagos se construyen los pronósticos de los precios implícitos promedio de los principales productos de exportación, tomando como base los rangos de precios de referencia presentados en la sección anterior. Así, para 2012 el precio promedio proyectado para el petróleo colombiano es de 95,5 US\$/barril, para el carbón colombiano 99 US\$/tonelada y para el ferroníquel 2,99 US\$/libra, en el escenario más probable. En el caso del oro y el café, la proyección coincide con los precios de referencia.

Por otro lado, se estima que en 2012 el déficit en cuenta corriente continuará siendo ampliamente financiado en gran medida por los recursos provenientes de la IED, la cual para el escenario más probable en 2012 sería superior a la registrada el año anterior. Esta proyección está soportada por niveles de inversión en el sector petrolero que serían similares a los observados en 2011, y que se sumarían a los que se han venido registrando en sectores como el financiero y el de hotelería y turismo. Por su parte, se espera que la mayor incertidumbre en el mercado internacional afecte las decisiones de inversión colombiana en el exterior, con lo cual se estima un menor valor de estas salidas en relación con lo observado en 2011, generando un incremento en el resultado neto de la IED en Colombia.

Asimismo, para 2012 la proyección considera un financiamiento externo por parte del sector público superior al observado en 2011, que corresponde en especial a operaciones de crédito externo asociadas con proyectos de inversión específica, principalmente en el sector de hidrocarburos. Por último, es importante señalar que este ejercicio de proyección de la balanza de pagos refleja una variación de las reservas internacionales brutas afín con los anuncios de intervención realizados por el Banco de la República<sup>8</sup> y con los rendimientos financieros asociados. Para el año 2013 se espera una reducción del déficit en cuenta corriente, al ubicarse entre 2,5% y 3,1% del PIB, el cual seguiría siendo financiado principalmente por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

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

	(millones de dólares)				(porcentaje del PIB) <sup>d/</sup>			
	2009	2010	2011 (pr)	2012 (proy)	2009	2010	2011 (pr)	2012 (proy)
I. Cuenta corriente	(4.960)	(8.758)	(9.978)	(11.234)	(2,1)	(3,1)	(3,0)	(3,1)
A. Bienes y servicios no factoriales <sup>a/</sup>	(275)	(1.384)	851	(25)	(0,1)	(0,5)	0,3	(0,0)
B. Renta de los factores	(9.298)	(11.849)	(15.767)	(16.018)	(4,0)	(4,1)	(4,7)	(4,4)
C. Transferencias	4.613	4.475	4.938	4.810	2,0	1,6	1,5	1,3
II. Cuenta de capital y financiera	6.254	11.814	13.369	14.836	2,7	4,1	4,0	4,1
A. Sector privado: inversión directa neta y otros flujos de capitales <sup>b/</sup>	(1.039)	7.025	10.547	8.927	(0,4)	2,5	3,2	2,5
B. Sector público	7.293	4.789	2.822	5.910	3,1	1,7	0,8	1,6
III. Errores y omisiones	54	79	353	355	0,0	0,0	0,1	0,1
IV. Variación de las reservas internacionales brutas <sup>c/</sup>	1.347	3.136	3.744	3.958	0,6	1,1	1,1	1,1

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

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

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

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

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

Fuente: Banco de la República.

8 Considera las compras de divisas por montos mínimos de US\$20 m diarios hasta por lo menos el 2 de noviembre de 2012.

## Recuadro 1 ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y COMERCIO INTERNACIONAL GLOBAL

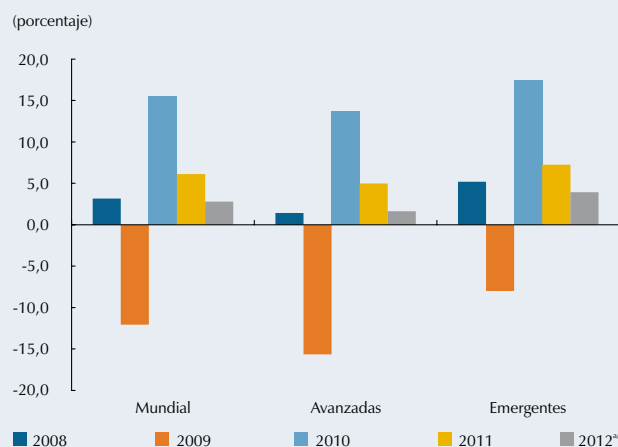
Óscar Iván Ávila\*

Durante la crisis financiera de 2008-2009 la industria y el comercio internacional se vieron fuertemente afectados, en especial en las economías desarrolladas. A partir de 2010 la mejoría en las condiciones económicas globales permitió que algunos países avanzados y la mayoría de emergentes recuperaran los niveles de producción industrial y comercio exterior registrados antes de la crisis. Pese a ello, durante el primer semestre de 2012 el dinamismo de la industria y del comercio se moderó de nuevo.

### 1. Comercio internacional

Entre 1992 y 2007 la expansión promedio anual del volumen de exportaciones mundiales fue de 7,1% y estuvo liderada por el comportamiento de las ventas externas de las economías emergentes (Gráfico R1.1). Dicha dinámica fue interrumpida por la crisis financiera de 2008-2009, cuando las exportaciones mensuales del mundo se contrajeron en promedio 4,5% anual, siendo las economías avanzadas las más afectadas.

**Gráfico R1.1**  
Crecimiento anual del volumen mensual de exportaciones



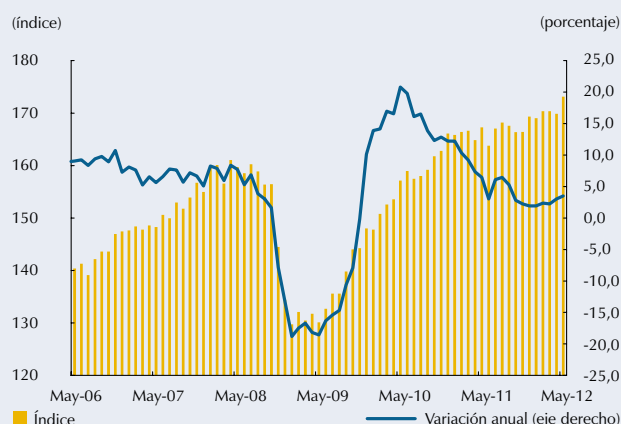
a/ Año corrido a mayo de 2012.  
Fuente: Agencia para el análisis de política económica de Holanda.

A partir de 2010 el comercio internacional empezó a reactivarse como resultado del mayor dinamismo de las econo-

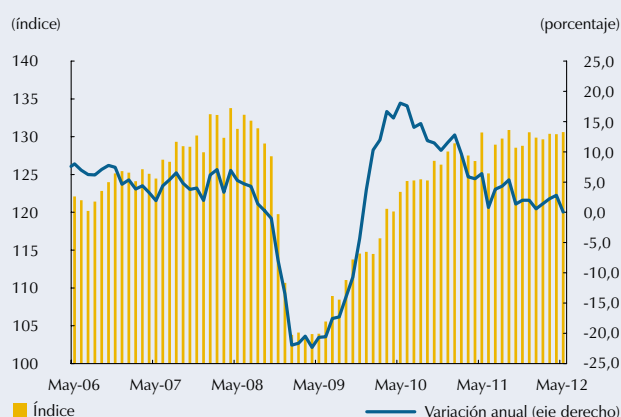
mías emergentes. Así, durante 2010 el crecimiento anual promedio de las exportaciones de este grupo de países fue el más alto desde 1992<sup>1</sup> y permitió retornar rápidamente al volumen de ventas externas observado en los años previos a la crisis. La recuperación del comercio internacional en las economías desarrolladas no ha sido homogénea, pues mientras en los Estados Unidos ya se superaron los niveles de 2007, en Europa aún se dista de alcanzar tales registros (Gráfico R1.2).

**Gráfico R1.2**

### A. Volumen de exportaciones globales



### B. Volumen de exportaciones de las economías desarrolladas



Fuente: Agencia para el análisis de política económica de Holanda.

En 2011 el crecimiento de las exportaciones mundiales comenzó a desacelerarse y en los últimos meses del año esta tendencia se acentuó debido al pobre dinamismo de las

\* Profesional del Departamento de Programación Macroeconómica e inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos. Las opiniones expresadas son responsabilidad del autor, por lo cual no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 En este año la agencia para el análisis de política económica de Holanda (CPB, por su sigla en inglés) empezó a construir el índice de exportaciones globales.

economías avanzadas. Esta situación continuó en el primer semestre de 2012, con excepción de algunas economías emergentes y de Japón. En el caso de la zona del euro la situación es preocupante, pues sus ventas externas han comenzado a contraerse en términos anuales.

Por su parte, entre 2010 y 2011 el mejor desempeño de la demanda global, en especial la de los países asiáticos, favoreció los términos de intercambio de las economías de América Latina e incentivó el crecimiento de sus exportaciones. En 2012, pese a la desaceleración mundial, los precios internacionales de los bienes básicos han permanecido en niveles relativamente altos y han favorecido las ventas externas, en especial durante el primer trimestre del año<sup>2</sup>.

A pesar de las altas cotizaciones internacionales, la desaceleración mundial experimentada durante el segundo trimestre de 2012 estaría afectando el crecimiento de las ventas externas de este grupo de países. Así, en Perú las exportaciones reales se contrajeron en abril y mayo en términos anuales, mientras que, con cifras a junio, el crecimiento anual del valor de las ventas externas de Argentina completó tres meses decreciendo. Por último, aunque en México las exportaciones siguen creciendo, la información de mayo y junio muestra una desaceleración considerable.

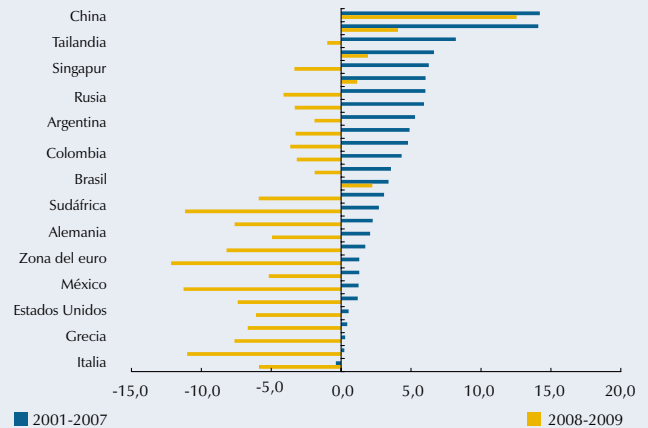
## 2. Actividad industrial

Al igual que el comercio internacional, el crecimiento de la industria en los años previos a la crisis financiera de 2008-2009 fue favorable, en especial en las economías emergentes. Así, en países como China e India el incremento promedio anual de los índices de actividad industrial entre 2001 y 2007 fue superior al 10% anual, mientras que en otras economías asiáticas y algunas de América Latina se ubicó por encima del 5% (Gráfico R1.3). Por su parte, en algunos países de Europa la expansión de la industria, aunque inferior a la de las emergentes, fue relativamente buena comparada con sus registros históricos.

La desaceleración en la demanda global, generada por la crisis de 2008-2009, afectó considerablemente la actividad industrial del mundo. Lo anterior se reflejó en una contracción de este sector en la mayoría de países, mucho mayor que cualquiera experimentada en las últimas décadas.

En 2010, con la reactivación de la actividad global, se observó una fuerte aceleración de la industria en las economías emergentes, en particular las asiáticas, cuyo crecimiento fue superior al promedio de 2001-2007. De manera similar, en

**Gráfico R1.3**  
Crecimiento anual de los índices de producción industrial para algunas economías (2001-2009) (porcentaje)

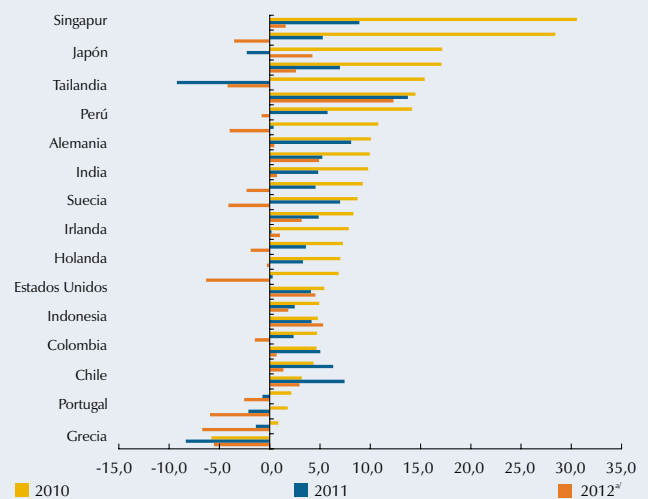


Fuente: Datastream.

América Latina, la expansión de los índices de producción industrial fue favorable en dicho período (Gráfico R1.4).

Para 2011, con excepción de algunos casos específicos como Chile y Colombia, la expansión de la actividad industrial comenzó a moderarse, situación que se acentuó en el primer semestre de 2012<sup>3</sup>. Esto último es aún más preocupante en algunas economías europeas, donde la producción industrial

**Gráfico R1.4**  
Crecimiento anual de los índices de producción industrial para algunas economías (2010-2012) (porcentaje)



a/ Promedio mensual a mayo de 2012.

Fuente: Datastream.

2 Un ejemplo de ello es el comportamiento de los precios internacionales de los bienes mineroenergéticos, como el cobre y el petróleo, que rondan sus máximos históricos.

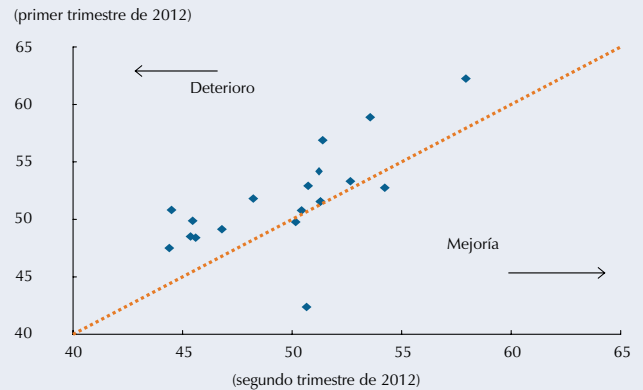
3 En 2011 el crecimiento negativo de los índices de producción industrial de Japón y Tailandia se debió a choques de oferta.

lleva varios meses reduciéndose. Así, en mayo la variación anual del índice de producción industrial (IPI) de la zona del euro completó un semestre en terreno negativo, comportamiento que se explica por el pobre dinamismo de las economías de la periferia y su contagio a países como Alemania y Francia. En Grecia el crecimiento anual del IPI es negativo desde enero de 2008, con una contracción anual promedio de 6,75%. Aunque en España, Portugal e Italia esta situación es menos grave, la producción industrial completa varios meses cayendo.

En lo corrido del año la pérdida de dinamismo industrial también se ha extendido a las economías emergentes. Así, en China la producción industrial lleva varios meses desacelerándose; mientras que en India se ha contraído en términos anuales durante algunos meses, situación similar a la de Singapur, Taiwán y Tailandia. Asimismo, en Corea del Sur el crecimiento promedio anual a junio ha sido de 2,6%, cuando en 2011 había sido de 7%, lo que evidencia una fuerte desaceleración en la actividad industrial. Por su parte, en América del Sur, en el segundo trimestre de 2012, la industria se contrajo en Brasil, Argentina y Perú, mientras que en Chile y México continuó desacelerándose.

Finalmente, durante el segundo trimestre de 2012 los índices de sentimiento manufacturero siguieron deteriorándose en las principales economías desarrolladas, lo que anticiparía una nueva desaceleración de la actividad industrial en este grupo de países (Gráfico R1.5).

Gráfico R1.5  
Índice de sentimiento manufacturero  
(balance)



Economías: Alemania, Francia, Estados Unidos, Italia, China, Australia, Japón, México, Reino Unido, Singapur, Suiza, Sudáfrica, Hungría, Israel, Noruega, Canadá, Nueva Zelanda y la zona del euro.  
Fuente: Bloomberg.

En conclusión, la desaceleración de la demanda global ha afectado de nuevo el comportamiento del comercio internacional y de la industria, situación que podría continuar en los siguientes meses ante la falta de dinamismo de las economías desarrolladas. En este contexto, la economía colombiana no ha estado exenta a estos hechos y en los últimos meses se ha evidenciado un menor crecimiento de sus ventas externas y de su industria local, según se muestra en el capítulo II de este informe.

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

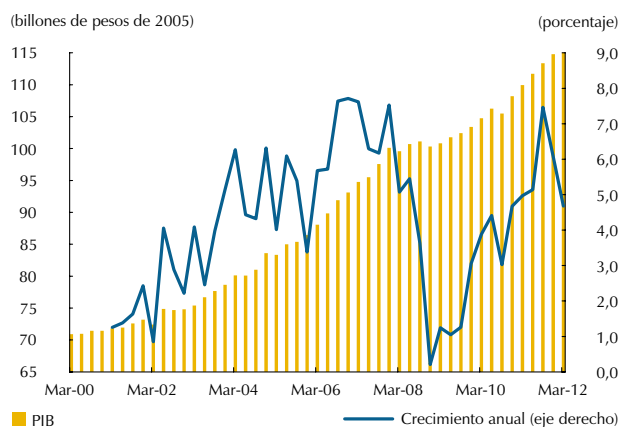
**La economía colombiana se desaceleró** más de lo previsto durante el primer trimestre de 2012. Esto se explica por un contexto internacional más débil y por la caída local inesperada en las obras civiles.

**Aunque la demanda interna continuó creciendo**, lo hace a un menor ritmo que el del año pasado. Por ramas de actividad, se destacó el desempeño de los sectores de servicios financieros, de minería y el de comercio.

**Para el segundo trimestre de 2012 se prevé** que la economía colombiana crezca entre 3,3% y 4,8%.

### A. EL PIB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2012

Gráfico 15  
Producto interno bruto  
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Según la información publicada por el DANE, el PIB en Colombia creció a una tasa anual de 4,7% entre enero y marzo de 2012 (Gráfico 15). Esta cifra, que se ubicó en la parte inferior del rango estimado en el anterior *Informe sobre Inflación*, reflejó la desaceleración de la actividad económica originada en un contexto externo menos favorable y, además, estuvo en línea con las caídas locales registradas en sectores importantes como el de inversión en obras civiles. En términos trimestrales, el PIB aumentó 0,3%, tasa significativamente menor que las registradas durante los últimos cuatro trimestres.

En los primeros tres meses del año el motor principal de la economía fue la demanda interna, que se expandió

a una tasa anual de 6,1%, menor que el crecimiento observado durante todo 2011, pero mayor que su promedio histórico desde el año 2000. Tanto el consumo como la inversión lo hicieron a tasas anuales relativamente altas (de 5,2% y 7,8% respectivamente), pero menores que las reportadas para todo 2011, en especial en el segundo caso, cuya expansión durante el año pasado sugirió un fuerte dinamismo en el sector (Cuadro 4).

El consumo de los hogares siguió siendo más dinámico que el del gobierno, aunque en ambos se registraron ligeras desaceleraciones comparadas con el último trimestre del año pasado. El mejor desempeño se centró en el gasto de bienes semidurables y no durables. En cuanto al consumo de bienes durables, se contabilizó un crecimiento en términos anuales menor que el del cuarto trimestre de 2011, siendo este el menor registro desde el cuarto trimestre de 2009 y ubicándose por debajo de su promedio histórico desde la década pasada.

En lo que respecta a la inversión, la mayor sorpresa provino de las obras civiles. Con un crecimiento negativo de 8,1%, este componente obligó a realizar correcciones a

Cuadro 4  
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2011				2011 Año completo	2012 I trim.	Contribuciones al crecimiento anual (I trim. de 2012) (puntos porcentuales)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
	(porcentaje)						
<b>Consumo total</b>	<b>5,1</b>	<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>
Consumo de hogares	5,5	7,8	6,6	6,1	6,5	5,9	3,8
Bienes no durables	2,9	5,9	4,8	3,6	4,3	5,5	1,2
Bienes semidurables	13,5	19,4	13,8	13,7	15,1	13,1	0,8
Bienes durables	35,8	34,4	19,9	8,9	23,9	4,3	0,2
Servicios	3,8	4,4	4,9	5,1	4,6	4,6	1,5
Consumo final del Gobierno	2,4	2,6	2,6	3,0	2,6	2,9	0,5
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>11,2</b>	<b>19,6</b>	<b>24,2</b>	<b>14,2</b>	<b>17,2</b>	<b>8,3</b>	<b>2,2</b>
Formación bruta de capital fijo	12,9	14,2	24,0	15,7	16,7	7,8	2,0
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,5	2,6	1,6	1,8	2,1	4,7	0,0
Maquinaria y equipo	26,8	29,0	28,0	19,9	25,8	16,7	1,4
Equipo de transporte	52,1	52,3	40,7	38,6	45,2	23,5	0,9
Construcción y edificaciones	1,1	5,2	12,8	1,8	5,1	4,5	0,3
Obras civiles	(6,4)	(9,6)	29,3	19,8	6,7	(8,1)	(0,5)
Servicios	5,0	5,8	9,4	1,2	5,3	3,5	0,0
<b>Demanda interna</b>	<b>7,1</b>	<b>9,7</b>	<b>10,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>10,1</b>	<b>7,6</b>	<b>12,0</b>	<b>16,2</b>	<b>11,4</b>	<b>6,3</b>	<b>1,1</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>20,3</b>	<b>24,4</b>	<b>20,1</b>	<b>21,3</b>	<b>21,5</b>	<b>13,0</b>	<b>(3,3)</b>
<b>PIB</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>7,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

*La contracción anual del 8,1% en obras civiles se dio en el grupo de carreteras, calles y construcción para minería.*

la baja en los pronósticos del PIB para 2012, como se señalará más adelante y en el capítulo IV de este informe. La contracción anual de la inversión en obras civiles se observó principalmente en el grupo de carreteras, calles y construcción para minería. Otros rubros dentro de la inversión también registraron desaceleraciones con respecto a lo observado en 2011. Este es el caso de la inversión en maquinaria y equipo y el de la construcción y edificaciones, que presentaron tasas de crecimiento anuales de 16,7% y 4,5% respectivamente, menores que el promedio de lo reportado durante lo corrido del año pasado. De igual manera, la inversión dirigida hacia los sectores servicios y equipo de transporte mostró expansiones anuales positivas, aunque menores que aquellas correspondientes al promedio de 2011.

Las exportaciones netas continúan contribuyendo de manera negativa al crecimiento del producto, aunque en menor medida que lo registrado para 2011. Esto obedeció a que, en el primer trimestre de 2012, las importaciones se desaceleraron más que las exportaciones; de todas maneras, y en ambos casos, la tasa de expansión anual continúa siendo satisfactoria.

Por el lado de la oferta, las ramas que más contribuyeron al crecimiento anual del PIB en el primer trimestre de 2012 fueron, en su orden, los servicios financieros, la minería y el comercio (Cuadro 5). En el primer caso, el pronunciado ritmo de expansión que registró la cartera durante dicho período, resultado de una buena dinámica de la demanda y oferta por crédito, permitió que el valor agregado generado

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

Sector	2011				2011 año completo	2012 I trim.	Contribución al crecimiento anual (I trim. de 2012)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	7,4	1,4	1,6	(1,8)	2,1	(0,4)	(0,0)
Explotación de minas y canteras	9,6	11,0	19,1	18,2	14,5	12,4	0,9
Industria manufacturera	4,5	2,3	5,9	3,9	4,1	0,6	0,1
Electricidad, gas y agua	(1,0)	1,8	3,3	2,6	1,7	4,4	0,2
Construcción	(1,5)	(3,7)	18,5	10,1	5,5	(0,6)	(0,0)
Edificaciones	1,4	5,0	12,1	1,1	4,8	3,5	0,1
Obras civiles	(5,6)	(10,7)	29,2	17,8	6,2	(8,1)	(0,2)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,9	6,7	6,1	5,3	6,0	4,6	0,5
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,3	6,8	7,9	5,7	6,7	6,1	0,4
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,5	5,9	6,5	6,5	5,9	6,7	1,3
Servicios sociales, comunales y personales	2,5	3,1	3,8	3,3	3,2	3,4	0,5
Subtotal valor agregado	4,5	4,4	7,3	5,8	5,5	4,3	3,9
Impuestos menos subsidios	9,9	13,0	10,1	9,2	10,5	9,1	0,9
<b>PIB</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>7,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

*El destacado comportamiento del PIB de servicios financieros llevó a que la rama efectuara el mayor aporte a la expansión de la economía.*

por la intermediación financiera creciera a tasas cercanas al 15% anual, similares a las observadas en 2011. Este destacado comportamiento del PIB de los servicios financieros, junto con su importante participación en el conjunto de la economía (19%), llevaron a que esa gran rama efectuara el mayor aporte a la expansión de la economía en conjunto.

Con respecto al sector minero, este conservó una tasa de crecimiento de dos dígitos, aunque evidenció un menor ritmo de expansión frente al segundo semestre de 2011. Esto obedeció al retroceso de la producción de petróleo en términos trimestrales por primera vez desde 2003, debido, entre otros factores, a problemas de orden público y dificultades en el transporte de crudo. Sin embargo, la producción de carbón y de minerales metálicos, que crecieron a tasas anuales por encima de 14%, compensaron la pérdida de dinamismo del PIB petrolero. Por su parte, en lo relacionado con el sector de comercio, si bien el valor agregado por la comercialización de bienes se desaceleró levemente, producto de la débil oferta comercializable (en especial por cuenta de la industria) y del desempeño de algunos segmentos de las ventas al detal, su expansión anual siguió siendo importante gracias a una demanda interna que aún crece a una tasa positiva y que podría considerarse alta, lo que le permitió contribuir de manera significativa al PIB anual.

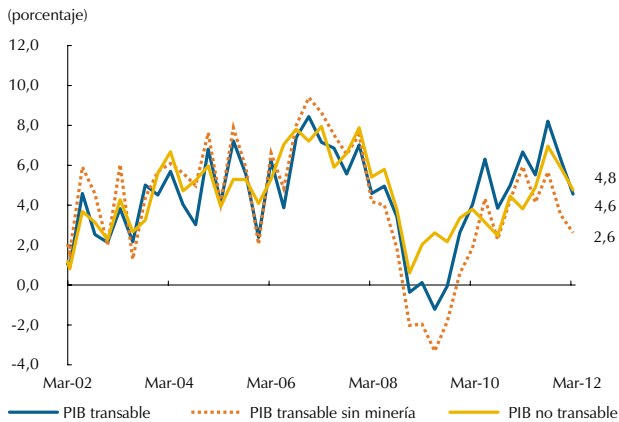
En el sector manufacturero se apreció un comportamiento bastante modesto, afín con lo que ocurrió con la industria en el plano internacional. El valor agregado por el sector creció 0,6% anualmente, la cifra más baja desde 2009. Parte de la desaceleración obedeció a factores de oferta, que ocasionaron retrocesos de los subsectores de refinación de petróleo y de químicos, cuya importancia es de 25% en la industria total. En el caso del petróleo, la caída está relacionada con el cierre programado por labores de mantenimiento en las refinerías más importantes; mientras que en la industria química se registraron problemas de suministro de materias primas. Sin embargo, aún si se excluyen dichos subsectores, el agregado restante también presentó una desaceleración (de 4,3% a finales de 2011 a 3,1% en el primer trimestre de 2012). Cálculos propios señalan que cerca de la cuarta parte de la desaceleración del PIB industrial total habría obedecido a los factores de oferta mencionados, mientras que las otras tres cuartas partes se atribuyen a la menor dinámica de las ventas al exterior.

Por su lado, los sectores de más pobre desempeño durante el primer trimestre fueron el agropecuario y el de construcción, que registraron tasas de crecimiento anual negativas. La contracción del PIB agropecuario obedeció principalmente al fuerte descenso de la producción cafetera, la cual, cuando se corrige por factor estacionales, cayó al nivel trimestral más bajo de los últimos cuarenta años. Parte de la explicación de este comportamiento, así como de la mediocre dinámica en 2011, se debe al impacto de las lluvias del año pasado y al programa de renovación de las plantaciones. En cuanto al PIB del sector de la construcción, este se vio afectado por el fuerte retroceso anual de las obras civiles, como ya se mencionó.

De esta manera, y por primera vez en dos años, en el primer trimestre de 2012 el crecimiento anual del PIB de los sectores no transables (4,8%) superó al de los

*La desaceleración en el sector manufacturero obedeció a factores de oferta.*

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

transables (4,6%), por cuenta de la desaceleración más pronunciada de estos últimos (Gráfico 16). La moderación en el ritmo de expansión de los sectores transables fue consecuencia del débil comportamiento de la industria y del sector agropecuario, como se reseñó. Este hecho se manifiesta de manera más pronunciada al excluir del cálculo a la minería, pues sin esta el PIB de transable solo creció 2,6% anual.

## B. PRONÓSTICO DE CORTO PLAZO DEL PIB

La información reciente del desempeño del aparato productivo colombiano y del gasto de los agentes locales durante el segundo trimestre de 2012, en particular la relacionada con la industria y las ventas minoristas,

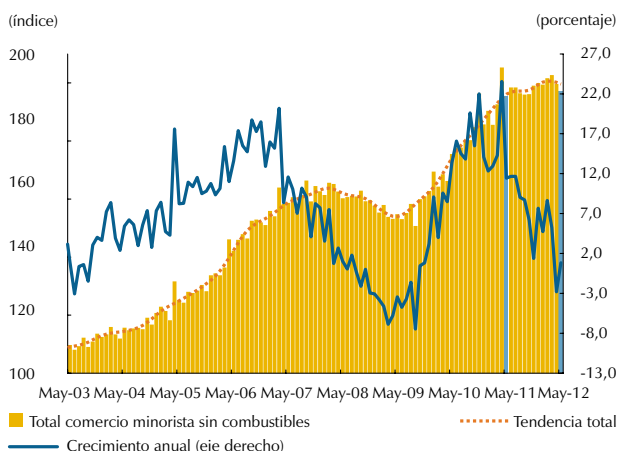
sugiere que la demanda interna habría moderado su ritmo de crecimiento en ese período. A eso se suma una reducción en la dinámica de las exportaciones manufactureras, las cuales podrían estar siendo afectadas por un entorno internacional más débil. Todo esto sugiere que la economía colombiana habría mostrado un ritmo de expansión en este período menor que el de 2011 y que el proyectado en informes anteriores.

Además del impacto sobre las ventas externas, los efectos de la turbulencia en la economía internacional durante el segundo trimestre se sintieron en la confianza y en los términos de intercambio. Durante el período en mención en el país se observó una disminución en la confianza de industriales y consumidores, aunque estos indicadores aún se encuentran en niveles relativamente altos. Los términos de intercambio también retrocedieron en el segundo trimestre,

alejándose del nivel históricamente alto que alcanzaron a finales del año pasado. Su reciente comportamiento es explicado, en buena medida, por una disminución de los precios del petróleo, como se explicó en el capítulo I. Su nivel actual es similar al registrado a mediados de 2011 y 4,0% inferior al máximo mencionado.

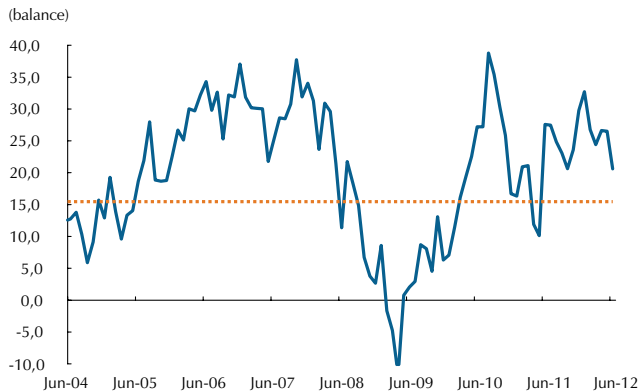
Algunos indicadores podrían mostrar información valiosa acerca del rumbo del consumo interno en el segundo trimestre del año: de acuerdo con el DANE, en abril y mayo las ventas del comercio al por menor se contrajeron a una tasa anual promedio de 1,0% (la primera caída anual registrada en casi tres años), lo que representó, además, al descontar patrones estacionales de consumo, un nivel inferior al que se observó en los primeros tres meses del año (Gráfico 17). La caída en la tasa de crecimiento de las ventas obedeció

Gráfico 17  
 Muestra mensual del comercio al por menor  
 (total comercio minorista sin combustibles,  
 desestacionalizado)



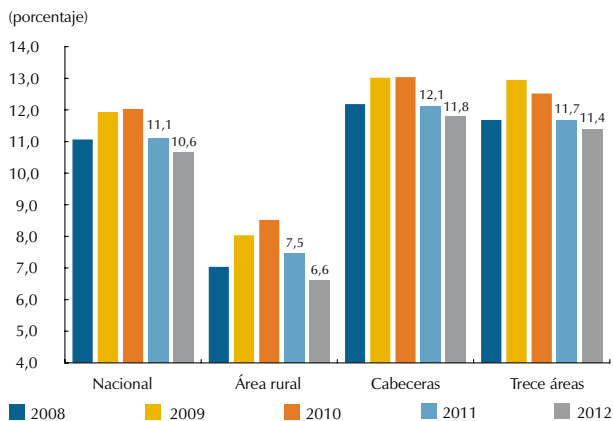
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 18  
Índice de confianza del consumidor



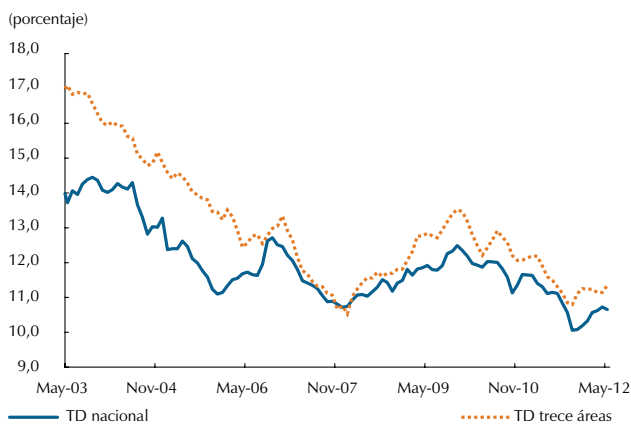
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 19  
Tasa de desempleo  
(trimestre móvil marzo-abril-mayo)



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico 20  
Tasa de desempleo (TD)  
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

a desaceleraciones en casi todos sus componentes, resaltándose las observadas en alimentos y en bienes durables, particularmente automóviles. Si se excluyen estas últimas, las ventas se tornan en promedio ligeramente positivas (0,5%) en abril y mayo.

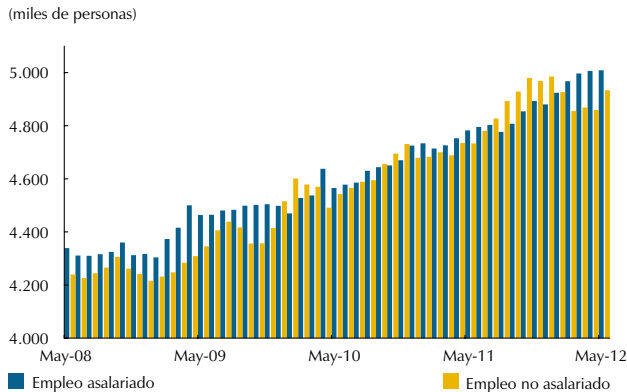
A lo anterior se suma la dinámica de las importaciones de bienes de consumo en dólares, las cuales pasaron de crecer 19% en el primer trimestre a cerca de 8%, en promedio, en los dos meses mencionados. Los principales productos que contribuyeron a esta desaceleración fueron utensilios domésticos, muebles y vehículos.

Otro factor que habría contribuido a restar dinamismo al consumo de los hogares habría sido la disminución de la confianza de los consumidores. Según Fedesarrollo, con base en la encuesta de opinión del consumidor, en junio la confianza de los hogares registró una caída que contribuyó para que en promedio su nivel en el segundo trimestre fuera inferior al que se tuvo un trimestre atrás (Gráfico 18). En esta oportunidad la menor confianza fue resultado de más bajas expectativas sobre las condiciones económicas para los hogares y para el país en el corto y mediano plazos.

Las expectativas de los hogares podrían también estar siendo influenciadas por el comportamiento reciente del mercado laboral. Si bien se siguen presentando disminuciones anuales en la tasa de desempleo, en los últimos meses estas han sido cada vez menores. En el trimestre móvil terminado en mayo la tasa de desempleo (TD) se ubicó en 10,6% y 11,4%, para el total nacional y las trece áreas, respectivamente; valores menores que los del mismo período del año pasado (Gráfico 19). Sin embargo, el análisis de series desestacionalizadas muestra que la TD se ha estancado en niveles similares a los del primer trimestre del año (Gráfico 20).

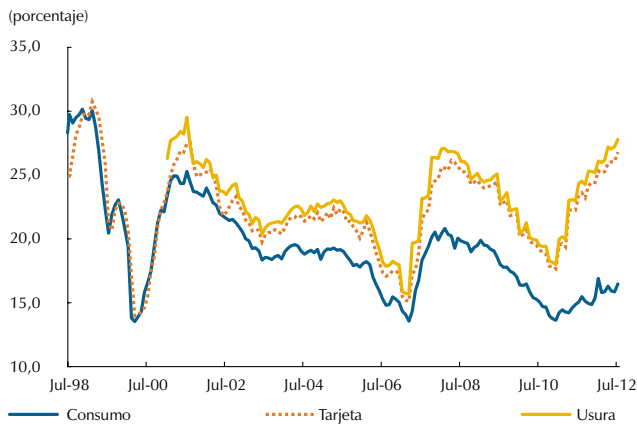
Por otro lado, en mayo el número de ocupados creció a tasas anuales de alrededor del 4,5%, tanto en las trece áreas como en el total nacional. Descontando el efecto estacional, se observa en estas series un estancamiento en sus niveles a partir de noviembre de 2011 (Gráfico 21), lo que se debe a que, desde tal mes, la aceleración del crecimiento observado del empleo asalariado

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 los hogares  
(deflactadas con el IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

fue anulada por un estancamiento en el no asalariado. Sin embargo, en la medida en que el nivel del empleo asalariado (que se asocia normalmente con mayor estabilidad y mejores ingresos) siga expandiéndose a tasas anuales importantes, se podría pensar en una mejora de las condiciones laborales y de la calidad del empleo. Esto último podría tener un impacto positivo sobre la confianza de los consumidores.

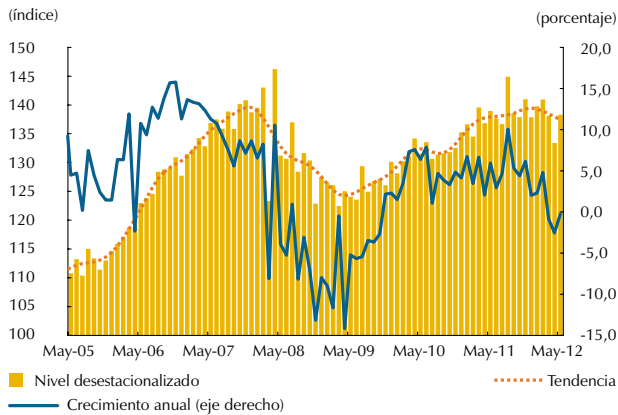
El menor crecimiento del consumo privado en el segundo trimestre también coincidiría con la desaceleración del crédito de consumo, el cual pasó de expandirse a una tasa de 25,1% en marzo a 21,2% en la primera semana de julio. Este comportamiento estaría poniendo de manifiesto el efecto de las medidas adoptadas por las autoridades reguladoras con el objetivo de restarle fuerza a la expansión de esta cartera<sup>9</sup>. Con respecto a las tasas de interés reales para financiar el consumo, vale la pena mencionar que estas aumentaron en el primer trimestre, pero mostraron estabilidad durante el segundo, manteniéndose por debajo de sus promedios desde 2000, con excepción de las de tarjeta de crédito, que subieron en línea con la tasa de usura (Gráfico 22).

Así, en el ámbito interno la información que brindan estos indicadores apunta a que en el segundo trimestre de 2012 el gasto de los hogares habría mostrado un crecimiento menor que el del primer trimestre y que el del año pasado. Sin embargo, la desaceleración en este importante componente del PIB estaría explicada también por una alta base de comparación —debe recordarse que en el segundo trimestre de 2011 el consumo de los hogares se expandió 7,8%, una de las mayores tasas de la década pasada— y no implica una caída en sus niveles frente a lo observado en los tres primeros meses del año.

Con respecto a la inversión se espera un mejor desempeño comparado con el observado en el primer trimestre, aunque, como se expone en el capítulo IV, para todo 2012 su crecimiento sí podría estar por debajo del de 2011. Esto podría explicarse por el comportamiento de las importaciones de bienes de capital en dólares CIF, las cuales aumentaron en el bimestre abril-mayo a una tasa anual de 12% (frente a un 8% un trimestre atrás), lo que deberá repercutir en un buen desempeño de la inversión en maquinaria y equipo, principalmente. Para la construcción de

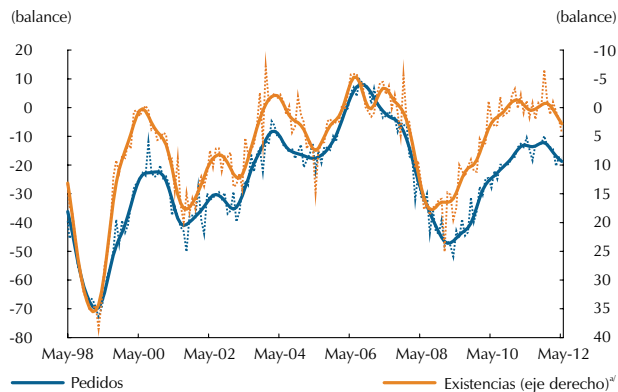
9 Véase la Circular Externa 026 de 2012 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

**Gráfico 23**  
Índice de producción industrial sin trilla de café  
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



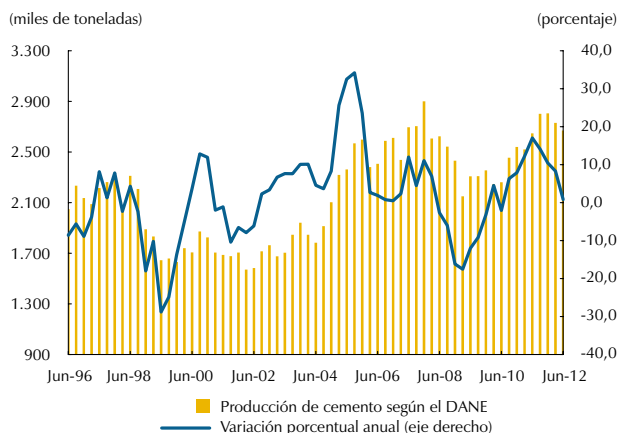
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 24**  
Indicadores de pedidos y existencias de la industria



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

**Gráfico 25**  
Producción de cemento  
(trimestral y crecimiento anual)



Fuentes: Instituto Colombiano de Productores de Cemento (ICPC) y DANE.

edificaciones y la inversión en obras civiles la información es más escasa, pero no se descarta una aceleración en sus tasas de expansión anuales por cuenta de la construcción de vivienda y por un repunte en la construcción de obras civiles, luego de la fuerte caída que se registró en el primer cuarto de año.

Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles sugieren que el valor agregado generado por la industria retrocedería en términos anuales en el segundo trimestre. En abril y mayo el índice de producción industrial sin trilla de café se contrajo 1,3% en promedio, y en niveles mantuvo una tendencia decreciente (Gráfico 23). Si bien buena parte de la caída la explicaron los sectores de químicos, que continuaron reportando problemas de disponibilidad de materias primas, aún sin estas ramas la producción industrial mostró una baja cifra en dichos meses (0,1% en promedio).

Otros indicadores de actividad del sector también señalaron un comportamiento débil. Es el caso de los de pedidos y existencias publicado por Fedesarrollo, que a mayo mostraron retrocesos, aunque todavía se encuentran por encima de sus promedios de los últimos veinte años (Gráfico 24). Sin embargo, la magnitud de la caída de estos índices es más leve que la desaceleración observada en el crecimiento de la producción industrial. Cabe advertir que el debilitamiento de la industria en el segundo trimestre podría tener efectos negativos sobre los sectores de transporte terrestre y comercio, debido a los vínculos entre ellos. Aun así, se espera que mantengan su buen comportamiento durante dicho período.

En lo que respecta al sector de la construcción, los indicadores disponibles tampoco sugieren una dinámica importante. La producción de cemento aumentó 0,8% en el segundo trimestre, por lo que continuó desacelerándose, y en niveles completó su segunda contracción trimestral consecutiva (Gráfico 25). Mientras tanto, las licencias de construcción presentaron un decrecimiento anual de 33% en promedio para abril y mayo, aunque en este caso la caída se presenta sobre niveles atípicamente altos para el mismo período del año pasado, resultado de una acumulación de licencias por cuenta de los cambios en la

*Los indicadores disponibles sugieren que el sector industrial retrocedería en términos anuales en el segundo trimestre.*

normas relacionadas con sismorresistencia. En términos mensuales, el nivel de licencias otorgadas, por lo menos el de mayo, no presentó una caída.

Algunos sectores de los que se espera un buen desempeño en el segundo trimestre son el agropecuario y el financiero. Con respecto al primero, la recuperación de la producción de café, que se expandió 18% anual en el segundo trimestre, así como el aumento en el sacrificio de ganado en los meses de abril y mayo, permiten esperar que el sector revierta los registros de crecimientos negativos de los dos trimestres anteriores. En lo que concierne al financiero, si bien el crédito bancario a las empresas se desaceleró en el segundo trimestre (de tasas cercanas a 20% en el primer trimestre del año a 17% en junio), debido a la moderación de la cartera comercial (en especial por moneda extranjera) y de la de consumo, sus tasas de expansión siguen siendo de dos dígitos. Esto posibilitaría que los servicios de intermediación financiera sigan aportando al PIB de manera importante.

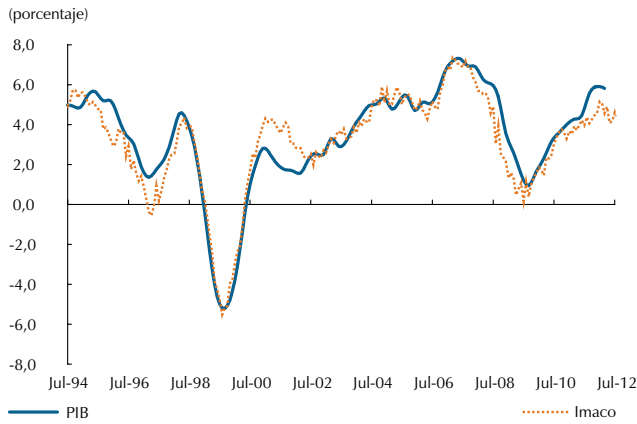
Todo lo anterior permite prever que el crecimiento de la economía colombiana en el segundo trimestre de 2012 se ubicaría entre 3,3% y 4,8%, con una probabilidad mayor en la parte baja del intervalo. Este rango no contempla una desaceleración del PIB en términos trimestrales, por lo cual se prevé que, incluso si el comportamiento de la economía en el segundo trimestre se sitúa en la parte inferior del intervalo, el nivel del PIB sería superior al registrado a principios de año. Junto con las proyecciones mencionadas para el consumo de los hogares y la formación de capital fijo, para el segundo trimestre se estima una leve desaceleración de las exportaciones y una mayor para las importaciones: en el primer caso, producto de la menor demanda externa y, en el segundo, por la desaceleración del consumo privado. En suma, se prevé una contribución negativa de las exportaciones netas al PIB, pero de menor magnitud a la que estas brindaron al PIB en el primer trimestre.

Por ramas de actividad, los sectores más dinámicos serían la minería y los servicios financieros, tal como ocurrió en el primer trimestre, mientras que el más pobre desempeño sería la industria. En el caso de la minería, a pesar de esperar crecimientos positivos relativamente altos, en este informe se revisó a la baja la proyección para el segundo trimestre, y como se presentará en el capítulo IV, también para el resto del año. Esto se explica porque la producción de petróleo observada a junio fue menor que la prevista, debido a los problemas de transporte que continúan afectado a las empresas petroleras, los cuales podrían seguir repercutiendo en un menor ritmo de expansión de la producción por un tiempo más, frente a lo que se tenía programado. Sin embargo, se destaca el hecho de que los niveles de producción de petróleo mensual, contemplados en la proyección del sector minero del segundo trimestre, se habrían mantenido alrededor de los observados en la segunda mitad del año pasado, los cuales son históricamente altos.

*El crecimiento de la economía colombiana en el segundo trimestre de 2012 se ubicaría entre 3,3% y 4,8%, con una probabilidad mayor en la parte baja del intervalo.*

Por último, el indicador líder Imaco, calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a mayo, y que en el anterior trimestre había anticipado un quiebre en la tendencia del crecimiento, también muestra una desaceleración, afín con el anterior pronóstico (Gráfico 26). Sin embargo, el menor nivel que sugiere

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



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

el indicador es aún consistente con una economía que crece a tasas cercanas a su promedio de los últimos años. Cabe decir que en los últimos tres trimestres esta metodología ha subestimado en alguna medida la expansión observada de la economía, por lo menos la reportada en las primeras publicaciones. Este hecho se puede atribuir a la falta de representatividad de las series que conforman el indicador, sobre todo en lo que respecta a sectores como el minero.

### III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

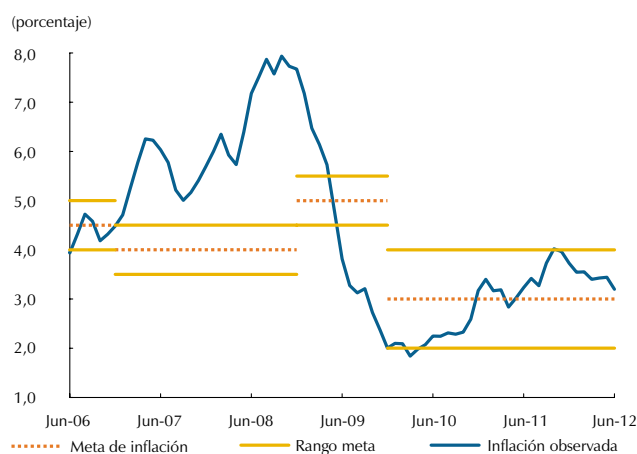
En el segundo trimestre la inflación al consumidor en Colombia presentó un comportamiento mejor que el esperado y la inflación básica se mantuvo alrededor del rango meta del 3,0%.

Las presiones de demanda permanecieron contenidas y la disminución de la cotización internacional del petróleo y otras materias primas ayudó a moderar los ajustes de precios de varios bienes y servicios.

Entre marzo y junio se observaron algunas presiones al alza en el componente transable del IPC por cuenta de la depreciación del tipo de cambio en abril y mayo.

Las buenas condiciones de la oferta agrícola se tradujeron en menores ajustes de los precios de alimentos perecederos.

Gráfico 27  
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En lo corrido de 2012 la inflación anual al consumidor se desaceleró, pasando de 3,73% en diciembre pasado a 3,40% en marzo y cerrando el primer semestre en 3,20% (Gráfico 27 y Cuadro 6). De esta forma, la inflación anual a junio se acercó a la meta de largo plazo establecida por la JDBR. El descenso se concentró en las canastas de regulados y de alimentos. En general los resultados fueron inferiores a lo que esperaba el mercado a comienzos del segundo trimestre y a lo presentado en el *Informe sobre Inflación* anterior.

Durante los últimos tres meses varios factores contribuyeron a este resultado. En primer lugar, las presiones de demanda continuaron contenidas, como lo sugieren las estimaciones de brecha del producto que se presentan en el capítulo cuarto del presente informe.

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

Descripción	Dic-11	Mar-12	Abr-12	May-12	Jun-12
<b>Total</b>	<b>3,73</b>	<b>3,40</b>	<b>3,43</b>	<b>3,44</b>	<b>3,20</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>3,13</b>	<b>2,95</b>	<b>2,81</b>	<b>2,94</b>	<b>2,80</b>
Transables	0,80	0,68	0,91	0,96	1,01
No transables	3,64	3,71	3,77	3,74	3,62
Regulados	5,81	4,94	3,83	4,42	3,92
<b>Alimentos</b>	<b>5,27</b>	<b>4,56</b>	<b>5,01</b>	<b>4,72</b>	<b>4,22</b>
Perecederos	7,73	5,18	4,68	1,18	(2,04)
Procesados	4,50	3,69	4,60	5,03	5,12
Comidas fuera del hogar	5,59	5,87	5,92	5,81	5,52
<b>Indicadores de inflación básica</b>					
Sin alimentos	3,13	2,95	2,81	2,94	2,80
Núcleo 20	3,92	3,76	3,90	3,82	3,56
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	3,18	2,99	3,19	3,28	3,23
Inflación sin alimentos ni regulados	2,38	2,38	2,51	2,52	2,48
<b>Promedio de todos los indicadores</b>	<b>3,15</b>	<b>3,02</b>	<b>3,10</b>	<b>3,14</b>	<b>3,02</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En segundo lugar, las expectativas de inflación se redujeron de acuerdo con diferentes indicadores.

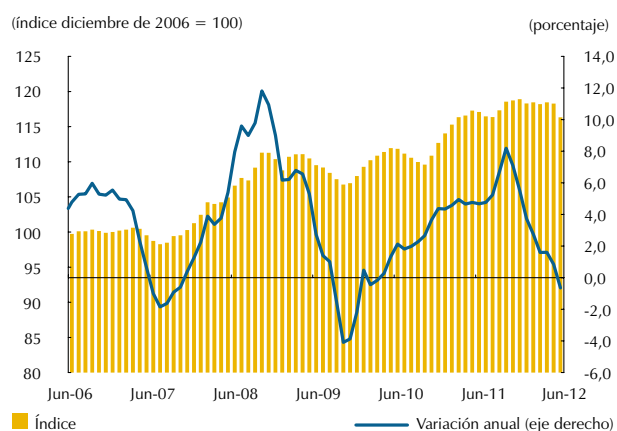
En los últimos tres meses también se presentó una reducción significativa en el precio internacional de los combustibles y de algunas materias primas. Este hecho se empezó a transmitir a la economía colombiana en la forma de menores ajustes en los costos de producción y en los precios de varios bienes y servicios regulados,

como los combustibles y el transporte, entre otros. Un indicador de esto es el comportamiento del índice de precios del productor (IPP), cuya variación anual descendió fuertemente en el segundo trimestre y se situó en terreno negativo en junio (Gráfico 28).

Asimismo, en este período la oferta de alimentos mostró un comportamiento adecuado, lo que evitó ajustes inusuales en sus precios. Todo esto permitió compensar las presiones alcistas que se habrían presentado por la depreciación del peso a finales de 2011 y que se reanudaron temporalmente en abril pasado.

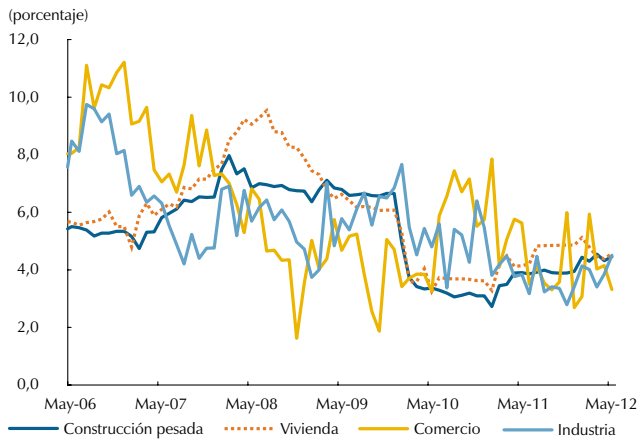
Con respecto a los costos salariales, en el segundo trimestre tampoco se percibieron presiones de importancia, pese al ajuste del salario mínimo del 5,8%, decretado

Gráfico 28  
IPP total



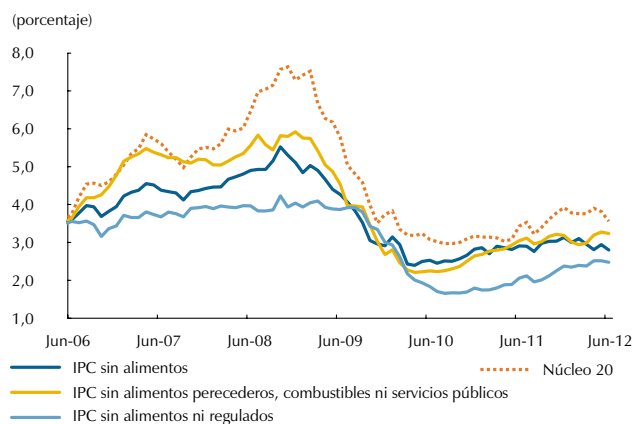
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 29**  
Variación anual de los salarios nominales por industria



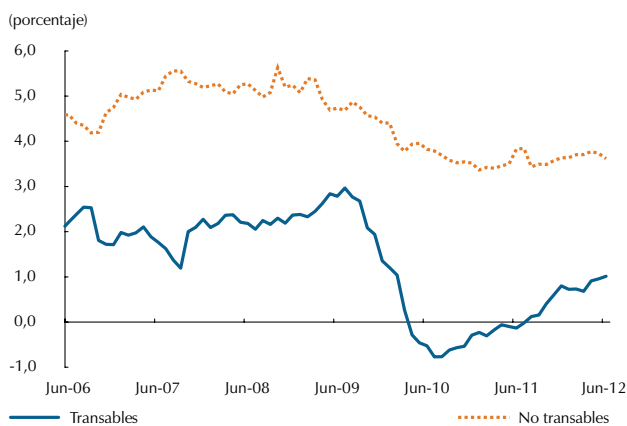
Fuente: DANE.

**Gráfico 30**  
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 31**  
Inflación anual de transables y no transables, sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

por el Gobierno. Los salarios de los sectores industrial, comercio y de construcción continuaron ajustándose a tasas de alrededor de 4,0% (Gráfico 29), lo que puede considerarse compatible con el cumplimiento de la meta de inflación para este año, si se tiene en cuenta un crecimiento de la productividad laboral del orden de 1,0% que puede considerarse como lo usual. Como se menciona en el capítulo siguiente, las estimaciones de la brecha de empleo no sugieren un mercado laboral apretado, lo que explica el comportamiento favorable de los salarios en relación con la inflación.

## A. LA INFLACIÓN BÁSICA

La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, no presentó cambios de importancia en los últimos tres meses y permaneció muy cerca de la meta de inflación del 3,0% (Cuadro 6). Dicho indicador había presentado un descenso leve en el trimestre anterior.

A pesar de esto, el comportamiento de los indicadores individuales no fue homogéneo. El núcleo 20 presentó una reducción significativa, pero mantuvo el registro más alto (3,6%). La inflación sin alimentos también se desaceleró, aunque en menor medida: desde 3,0% en marzo a 2,8% en junio. Por el contrario, los otros dos indicadores de inflación básica aumentaron, siendo el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos el de mayor alza (3,2%), mientras que el IPC sin alimentos ni regulados (con 2,5% en junio) continuó registrando el menor nivel, pese a una tendencia ascendente casi continua que acumula dos años (Gráfico 30).

Dentro de la subcanasta del IPC sin alimentos, el componente transables sin alimentos ni regulados fue el único para el cual la variación anual aumentó en el segundo trimestre: de 0,7% en marzo a 1,0% en junio (Cuadro 6 y Gráfico 31). Este incremento está, en parte, relacionado con la depreciación del tipo de cambio observada sobre todo en los meses de abril y mayo, y se presentó pese a las menores presiones provenientes de los precios internacionales de los bienes básicos y de los costos de producción importados. Rubros como pasajes aéreos, prendas de vestir y artículos de aseo

registraron aumentos superiores al 2,0% durante estos meses, explicando, en gran medida, la dinámica inflacionaria de este grupo. Otros rubros como vehículos y aparatos de comunicación siguieron mostrando disminuciones en sus precios.

Los otros dos componentes del IPC sin alimentos —regulados y no transables sin alimentos ni regulados— presentaron descensos en este mismo período. En particular fue importante la reducción del IPC de regulados, de 4,9% en marzo a 3,9% en junio, la cual fue mucho mayor que la prevista en el *Informe sobre Inflación* anterior, y prolonga la tendencia decreciente que se observa desde abril de 2011.

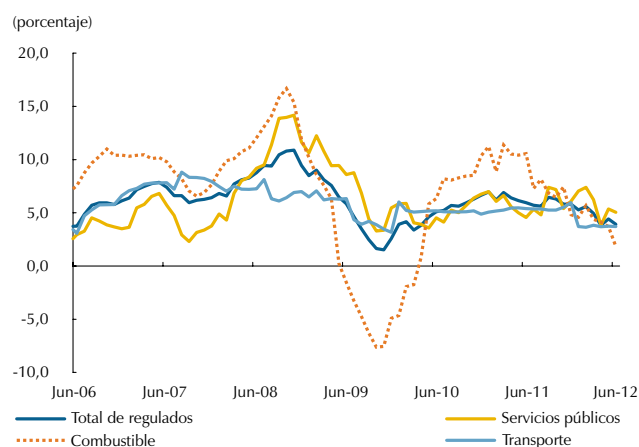
Todos los componentes de los regulados tendieron a disminuir durante el segundo trimestre del año, pero sobresale la desaceleración del IPC de combustibles, cuya variación anual pasó de 4,4% en marzo a 1,8% en junio, afín con la caída de los precios internacionales. De hecho, esta situación permitió reducciones absolutas en el nivel de los precios internos en mayo y junio (Gráfico 32). De igual manera,

el ajuste anual en el IPC de servicios públicos tendió a reducirse, pasando de 6,2% en marzo a 5,1% en junio. Esta subcanasta se ha visto favorecida por las rebajas decretadas por la Alcaldía de Bogotá en las tarifas del servicio de acueducto y alcantarillado para los estratos 1 y 2<sup>10</sup>; igualmente, por las disminuciones en las tarifas del gas, las cuales están vinculadas a la dinámica del precio internacional del petróleo.

Con respecto a los no transables sin alimentos ni regulados, se observó un leve descenso, concentrado en el mes de junio (a 3,6%). Una brecha del producto pequeña (véase el capítulo IV), junto con un crecimiento de la demanda que se habría moderado en los dos primeros trimestres del año, habrían ayudado a interrumpir la tendencia ascendente de este indicador. El leve descenso a junio se concentró en el segmento de diversión, cultura y esparcimiento, principalmente, y en parte puede obedecer a un fenómeno estadístico de baja base de comparación, que podría revertirse a partir de julio o agosto (Cuadro 6, Gráfico 33).

En informes anteriores se afirmó que circunstancias como la gratuidad universal para la educación básica pública y una vigilancia más estrecha sobre los ajustes en las tarifas de los servicios financieros podían inducir una reducción en la variación anual del IPC de no transables. Sin embargo, hasta junio estas previsiones no se habían materializado. De hecho, los servicios bancarios presentaron ajustes mensuales al alza durante todo el semestre.

Gráfico 32  
Inflación anual de regulados y sus componentes

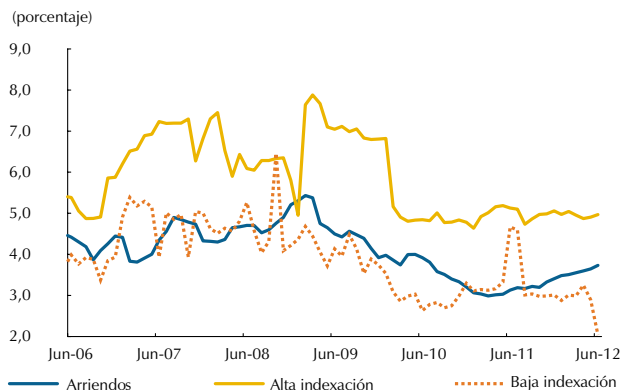


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En informes anteriores se afirmó que circunstancias como la gratuidad universal para la educación básica pública y una vigilancia más estrecha sobre los ajustes en las tarifas de los servicios financieros podían inducir una reducción en la variación anual del IPC de no transables. Sin embargo, hasta junio estas previsiones no se habían materializado. De hecho, los servicios bancarios presentaron ajustes mensuales al alza durante todo el semestre.

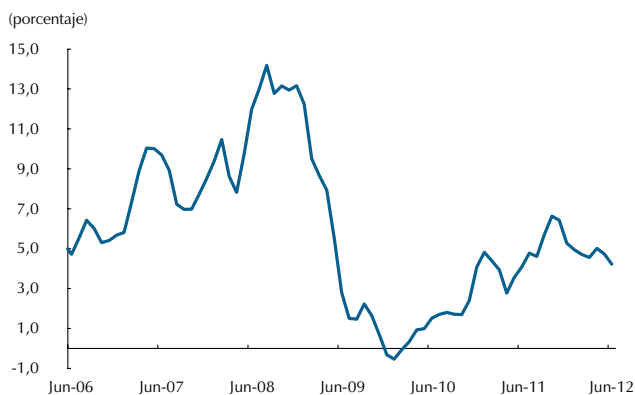
10 Véase el Decreto 064 del 15 de febrero de 2012, de la Alcaldía de Bogotá, o <http://gustavopetro.com/index.php/noticias/172-entra-en-vigencia-el-minimo-vital-de-6-metros-de-agua-mensual-gratis-para-estratos-1-y-2>.

Gráfico 33  
Inflación anual de no transables



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 34  
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el segundo trimestre una presión alcista de alguna consideración, dentro de los no transables, se volvió a observar en los arriendos, que representan una quinta parte de la canasta familiar. La variación anual de dicho rubro ha aumentado paulatinamente desde hace más de una año, cuando se reportaron ajustes del orden del 3,0% hasta junio, con una cifra de 3,7%. La información disponible más reciente de la Federación de Lonjas (Fedelonjas) corrobora que los nuevos arriendos se vienen pactando a tasas crecientes e, incluso, durante el corrido del año 2012 superiores al 4,0%.

## B. LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS

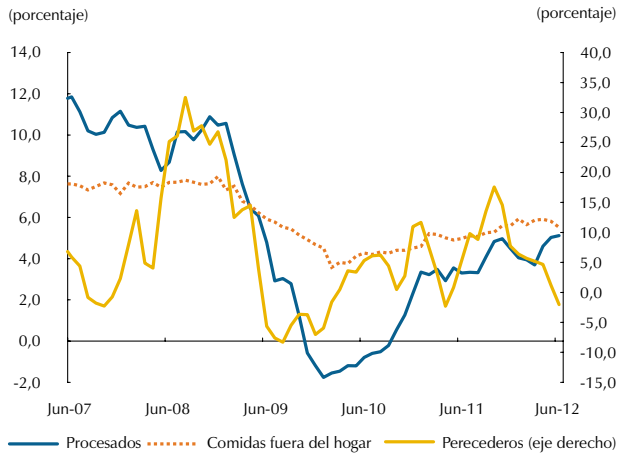
El crecimiento anual de los precios de los alimentos continuó desacelerándose en el segundo trimestre, contribuyendo de manera importante a reducir la inflación total. El resultado en junio fue de 4,2% frente a 4,6% de marzo (Cuadro 6 y Gráfico 34). Tanto el mercado como el Banco de la República esperaban un registro más alto para el IPC de alimentos.

A lo largo del segundo trimestre los precios de los alimentos perecederos y, en menor medida, las comidas fuera del hogar ejercieron presiones a la baja en el IPC. La variación anual de los productos perecederos cayó con fuerza desde 5,2% en marzo a -2,0% en junio, gracias a una oferta abundante de hortalizas, legumbres y frutas.

Las comidas fuera del hogar, por su parte, dejaron de impulsar la inflación anual, como venía sucediendo desde comienzos de 2010, al caer de 5,9% en marzo a 5,5% en junio. Este desempeño estaría asociado con las menores presiones de costos que se viene observando desde hace un tiempo y con la moderación en el crecimiento de la demanda interna, en especial del consumo de los hogares (capítulo IV). De todas maneras, el ajuste en este rubro sigue siendo alto en relación con la meta, algo que puede explicarse, en parte, por el ajuste del salario mínimo en los últimos dos años, el cual ha sido de 4,6% en promedio. De acuerdo con algunos estudios, el salario mínimo es un factor que tiene gran explicación en los ajustes de precios de las comidas fuera del hogar. Cabe señalar que este rubro representa el 8,1% de la canasta del consumidor en Colombia.

Entre tanto, el grupo de los procesados (que pasó de 3,7% en marzo a 5,1% en junio) fue el único gran componente que ejerció presiones alcistas en los últimos tres meses (Gráfico 35). El arroz y la carne de res lideraron dicho aumento (con 18,0% y 3,0%, en el trimestre, respectivamente). La baja oferta interna de arroz,

Gráfico 35  
Inflación de alimentos por grupos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

por una cosecha escasa, no solo hizo incrementar su precio sino que en mayo pasado contribuyó para que el Ministerio de Agricultura aprobara un contingente de importación de 35.000 toneladas del cereal para evitar su escasez. De acuerdo con la Federación Nacional de Arroceros (Fedearroz), se espera que el desabastecimiento interno de este producto comience a ceder a partir de la segunda mitad del año, como consecuencia de su recolección en los Llanos Orientales. En cuanto a la carne de res, a pesar del buen nivel de sacrificio de ganado vacuno registrado durante los últimos meses, el precio viene aumentando debido a la presión ejercida por la demanda interna y la internacional, liderada esta última por el mercado venezolano, además de una política de diversificación de exportaciones.

## IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

**En este informe se redujeron los pronósticos de crecimiento** para 2012 y 2013 debido, principalmente, al deterioro del entorno internacional.

**Se anticipan menores presiones de demanda** y de costos sobre los precios frente a lo previsto hace un trimestre, lo que condujo a una reducción en los pronósticos de inflación de finales de 2013.

**El balance de riesgos mantiene una elevada incertidumbre** y los sesgos son a la baja tanto en crecimiento como en inflación, en buena parte por el complicado contexto externo.

### A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Los pronósticos para 2012 presentados en esta sección indican que la economía colombiana crecería a una tasa cercana al promedio de los últimos treinta años, aunque menor que la observada el año pasado y menor que la anotada en las proyecciones del *Informe sobre Inflación* anterior. Las principales razones para que se revisara a la baja el estimativo de crecimiento para el año en curso están relacionadas con el deterioro de la situación económica externa, principalmente de la zona del euro. Debido esto, se prevería un desestímulo en las decisiones de inversión y se esperaría una menor demanda externa para los próximos meses.

Con un crecimiento de los socios comerciales para 2012 y 2013 como el que se presentó en el escenario más probable del capítulo I, la demanda sobre nuestras exportaciones sería menor a la prevista hace tres meses. Adicionalmente, en este escenario se contemplan unos términos de intercambio menos favorables para lo que resta de 2012 y para 2013 (dados los menores precios del petróleo y otros bienes básicos), lo que repercutiría en el ingreso nacional público y en el privado. Asimismo, una situación externa menos favorable tendería a afectar la expansión de las importaciones colombianas, de la mano de un detrimento de

*La demanda por nuestras exportaciones sería menor a la prevista hace tres meses.*

*En 2012 el consumo de los hogares se desaceleró frente a lo observado en 2011.*

la confianza de los consumidores e industriales y de un crecimiento del crédito más moderado.

Los pronósticos que se presentan a continuación tienen en cuenta las características de los distintos contextos externos y de balanza de pagos descritos en el capítulo I. Además, como es usual, para estimar el PIB se impusieron supuestos sobre el comportamiento del consumo del Gobierno y la inversión en obras civiles para 2012 y 2013. Para el año en curso se prevé entre 3,0% y 4,0% para el gasto público, sustentada en un aumento del recaudo tributario esperado por el GNC y por la ejecución de proyectos por cuenta de algunas entidades territoriales. Así las cosas, se espera que este tipo de consumo se acelere con respecto a la tasa de crecimiento observada en 2011 (2,6%). En cuanto a la inversión en obras civiles, se supone una expansión anual de entre -3,8% y -2,0% para este rubro, cifras consistentes con la caída observada en el primer trimestre de este año. En ambos casos los rangos presentados son menores que aquellos reportados en el *Informe sobre Inflación* anterior. Para el año 2013 los intervalos estarían entre 3,0% y 5,0%, y 12,5% y 16,5%, respectivamente.

Dados los anteriores supuestos, el gasto que más dinamismo le imprimiría a la expansión del PIB sería el consumo de los hogares. A pesar de que su tasa de crecimiento se desaceleraría frente a lo observado en los dos últimos años, seguiría contribuyendo de manera importante a la actividad económica. Analizando por componentes, si bien todos mostrarían menores registros que aquellos de 2011, llama la atención la debilidad del consumo de bienes durables, menor que la de bienes semidurables y no durables. Esto puede explicarse principalmente por el efecto de una alta tasa de comparación<sup>11</sup>, como también, aunque en menor proporción, por las medidas tomadas por parte de las autoridades financieras para moderar el crédito.

En la inversión también se observarían desaceleraciones, resultado de un menor dinamismo en los rubros de la formación bruta de capital fijo, en especial de la inversión en maquinaria y equipo de transporte. En lo que a la inversión en edificaciones y en obras civiles respecta, también se presentarían tasas de crecimiento menores. A pesar de lo anterior, las proyecciones de la inversión en edificaciones no implican un panorama desfavorable, pues los anuncios del Gobierno acerca de la construcción de viviendas de interés social, junto con el aumento en el número de licencias aprobadas el año pasado, permitirían que este tipo de gasto llegase a niveles similares a los máximos históricos registrados.

Por el lado de obras civiles, su dinámica durante el segundo semestre de 2012 compensaría parcialmente el pobre desempeño de la primera mitad del año, dado que dentro de los proyectos de inversión que determinarían el comportamiento de este tipo de gasto en lo que resta del año estarían las obras de reconstrucción de

*Se espera que las obras civiles se recuperen en lo que resta del año.*

---

<sup>11</sup> Las tasas de crecimiento anual registradas para 2011 en los componentes del consumo de los hogares fueron singularmente altas: 23,9%, 15,1% y 4,3% para bienes durables, semidurables y no durables respectivamente.

*En 2012 los sectores más dinámicos serían el minero, el financiero y el de transporte.*

vías afectadas por el invierno, nuevos proyectos viales y de infraestructura aeroportuaria, además de la recuperación de la inversión del sector petrolero.

Es importante señalar que estos pronósticos de inversión tienen en cuenta una IED que crece en el 2012 a tasas anuales menores que las estimadas en el *Informe sobre Inflación* anterior. A pesar de esto, los niveles que esta registraría serían significativamente altos.

Con respecto al comercio exterior, la contribución de las ventas externas al crecimiento del PIB sería modesta, como cabe esperarse ante el escenario descrito. Frente a la potencial caída de la demanda externa, la expansión pronosticada de las exportaciones para 2012 superaría únicamente la registrada en 2002 y 2009. De manera análoga y afín con lo previsto para el consumo y la inversión, las importaciones en 2012 mostrarían un menor desempeño que el de 2011. En conjunto, el comportamiento de las exportaciones e importaciones provocaría una ampliación del déficit de cuenta corriente para el presente año, que en 2013 podría ser un poco menor. Estas proyecciones incluyen los potenciales efectos que podría tener la entrada en vigencia del tratado de libre comercio (TLC) con los Estados Unidos, aunque se estima que los efectos para 2012 serían pocos y aún no es evidente la magnitud de la respuesta de las exportaciones e importaciones.

En cuanto al PIB por el lado de la oferta, los pronósticos en el escenario más probable apuntan a que las ramas de actividad más dinámicas en 2012 serían la minería, el sector financiero y el de transporte y comunicaciones. Pese a ello, en el primer caso se tienen menores previsiones sobre la producción de petróleo, en comparación con las del *Informe sobre Inflación* anterior. Los riesgos bajistas asociados con los problemas de transporte del crudo se materializaron, por lo que la producción observada en el primer semestre se ubicó por debajo de lo esperado. No obstante, se estima que la producción de petróleo se ubicaría cerca de los 950.000 barriles de crudo diarios en promedio en el año, lo cual representa un aumento con respecto al año pasado. Por su parte, la producción de carbón crecería a tasas de dos dígitos, hasta acercarse a las 95 millones de toneladas. En ese entorno la expansión proyectada del PIB minero se ubicaría por debajo de las tasas registradas en los últimos cuatro años.

Asimismo, se espera que el PIB del sector financiero continúe mostrando un desempeño importante, gracias a la dinámica del valor agregado generada por la intermediación financiera, consecuencia del fuerte crecimiento del crédito bancario. Si bien este comportamiento del crédito tenderá moderarse en el segundo semestre frente a lo observado en la primera mitad del año, continuará siendo elevado. En el caso de la rama de transporte y comunicaciones el mayor impulso vendría de las telecomunicaciones, por cuenta del constante aumento en las coberturas de internet y de televisión por suscripción. Finalmente, para el sector agropecuario el ejercicio en el escenario más probable supone una producción cafetera superior en aproximadamente 800.000 sacos frente a la que se registró en 2011.

*En este informe se redujeron los pronósticos sobre producción de petróleo.*

Por otra parte, las ramas de actividad de más modesto desempeño en 2012 serían la industria y la construcción. El sector manufacturero se vería afectado por la desaceleración prevista en la demanda global y por la influencia de los choques de oferta que se dieron en esta rama durante el primer semestre. Su pobre desempeño, que es congruente con lo observado en la producción industrial de distintos países del mundo en lo corrido del año, afectaría también de manera parcial a otros sectores concatenados, en especial los de transporte terrestre y el comercio. En cuanto a la construcción, como se mencionó, el poco crecimiento esperado está asociado con la inversión en obras civiles.

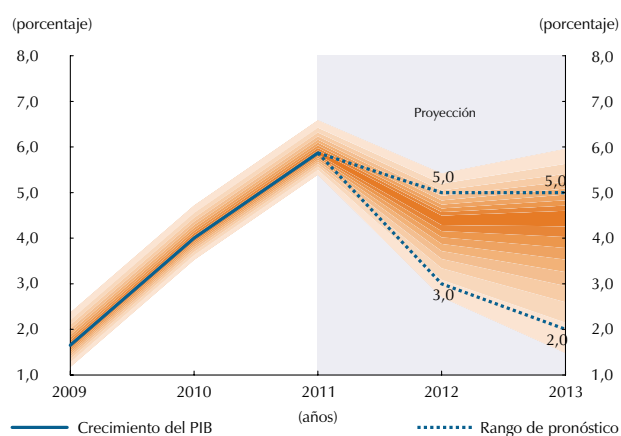
Toda esta información proporciona elementos suficientes para modificar el intervalo de expansión de la economía colombiana para 2012 y 2013 presentado en el *Informe sobre Inflación* anterior. Por ende, en esta ocasión se redujo el rango de pronóstico de crecimiento del PIB ubicándolo entre 3,0% y 5,0% para todo 2012.

Para 2013 la proyección estaría entre 2,0% y 5,0%. La senda más probable que señalan los ejercicios de balance de riesgos, y que es consistente con el escenario central, se ubica en la mitad de dicho intervalo para 2012, mientras que para el año siguiente esta senda se encuentra en la parte superior (gráficos 36 y 37).

Se destaca el hecho de que en este informe el balance de riesgos contempla mayores sesgos a la baja que el de hace tres meses, lo cual evidencia la mayor incertidumbre proveniente del contexto externo, así como la posibilidad de enfrentarse a un escenario más adverso en el cual podría presentarse una recesión más fuerte y prolongada de las economías desarrolladas, sobre todo en Europa, y una profunda desaceleración tanto de la economía mundial como de nuestros socios comerciales, tal como el contemplado en el escenario bajo expuesto en el capítulo I.

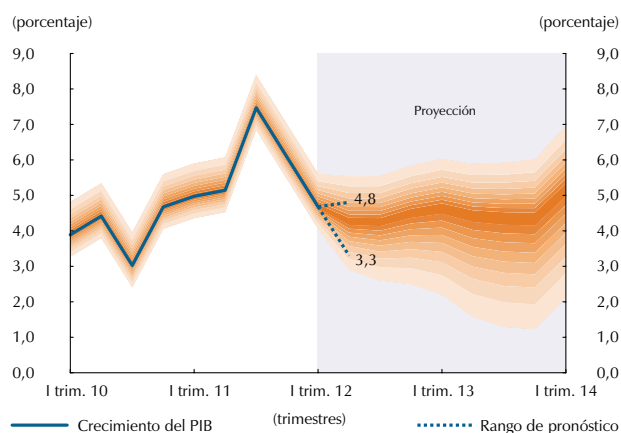
En el ejercicio actual, a los riesgos a la baja originados en especial en el contexto internacional, y que se transmitirían vía los canales de demanda externa, términos de intercambio, IED y transferencias, se suma un posible menor desempeño de la demanda interna. En particular, el gasto de los hogares y de los inversionistas podría desacelerarse aún más por el impacto que sobre la confianza tendría una mayor incertidumbre externa. Por su parte, los riesgos alcistas están relacionados con reducciones de costos tanto por caídas en el precio de los regulados, como en el de materias primas importadas gracias al TLC, entre otros. Cabe señalar que, de acuerdo con estudios del Departamento Nacional de Planeación (DNP), el TLC

Gráfico 36  
Fan chart del crecimiento del PIB



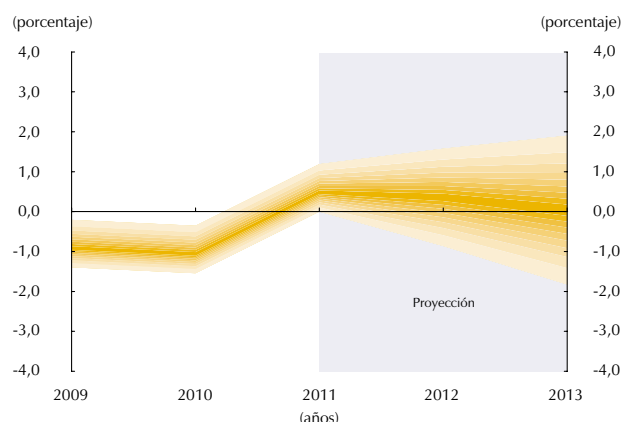
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38  
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

con los Estados Unidos podría generar un aumento de las exportaciones reales entre 2% y 3% adicionales al crecimiento promedio de la última década y el comercio bilateral podría aumentar en un 34,7%. Con ello se podría originar una expansión adicional de la economía colombiana entre 0,5% y 1,0%, de forma permanente<sup>12</sup>.

De acuerdo con las perspectivas de crecimiento para el año 2012 presentadas en este capítulo, se espera una brecha del producto en terreno positivo, pero menor que la de 2011. De manera análoga, para 2013 se prevé una brecha más cerrada que la de 2012. El Gráfico 38 muestra que la brecha se ubicaría en el intervalo entre -0,9 y 0,3% para el año en curso. Esta senda es ligeramente menor que la del *Informe sobre Inflación* anterior.

Las nuevas estimaciones de la brecha del mercado laboral siguen la misma tendencia observada en el informe anterior: una brecha que se cerró en 2011, año en el que el desempleo se situó por debajo de la tasa consistente con una inflación estable (Nairu por su sigla en inglés). Dadas las menores perspectivas de crecimiento comentadas en este capítulo, la brecha en el mercado laboral esperada para 2012 se cierra con respecto al *Informe sobre Inflación* anterior, manteniéndose en terreno negativo. Un mercado laboral más apretado podría resultar en ajustes salariales al alza y estos, a su vez en presiones inflacionarias. Sin embargo, este efecto es proporcional a la desviación absoluta de la tasa de desempleo de la Nairu, que según lo previsto es menor en este informe.

## B. INFLACIÓN

### 1. Pronósticos

Los acontecimientos externos del segundo trimestre y los cambios en los pronósticos de crecimiento mundial descritos tendieron a disminuir las presiones sobre los precios internos frente a lo contemplado en el informe del trimestre anterior en especial hacia mediano y largo plazos. De esta manera, la nueva senda central prevista para la inflación anual al consumidor se redujo en un horizonte de cuatro a seis trimestres. Los cambios fueron menores para lo que resta del presente año. Una dinámica similar se anticipa para el caso de la inflación básica.

El deterioro del contexto internacional frente a lo previsto hace tres meses trajo como consecuencia dos cambios principales para los pronósticos de inflación. El

*El pronóstico de inflación a cuatro y seis trimestres se redujo.*

12 Para estudios y presentaciones relacionados con los efectos del TLC puede consultarse, <http://www.dnp.gov.co/LinkClick.aspx?fileticket=xntFQ3IHdA%3D&tabid=1157> y <http://www.tlc.gov.co/publicaciones.php?id=747>

*En este informe se revisaron a la baja los pronósticos de aquellos segmentos del IPC más influenciados por la demanda.*

primero tiene que ver con unas presiones de demanda mucho más moderadas que las anticipadas en marzo. Como se anotó una demanda mundial más débil y sus respectivas implicaciones sobre el crecimiento colombiano llevó a revisar a la baja las estimaciones de la brecha del producto. En un escenario más probable, donde el PIB se sitúe cerca del punto medio del intervalo esperado para este año y en la parte superior del rango previsto para 2013, no deberían presentarse presiones de demanda sobre los precios. En este caso, la economía mantendría una brecha cercana al 0% en los próximos seis trimestres, en parte gracias a los esfuerzos de inversión realizados en el pasado. Debido a esto se revisaron a la baja los pronósticos de aquellos segmentos del IPC más influenciados por la demanda.

En segundo lugar, una demanda mundial más débil redujo los pronósticos de los precios del petróleo y otras materias primas, por lo que en las nuevas proyecciones los ajustes de costos de producción y de transporte son menores, con los consiguientes efectos indirectos a la baja sobre los precios al consumidor. Además, menores precios internacionales repercuten de manera directa en la canasta del IPC a través del segmento de regulados, por cuenta de menores ajustes en el precio interno de la gasolina, del gas natural y del transporte público urbano principalmente.

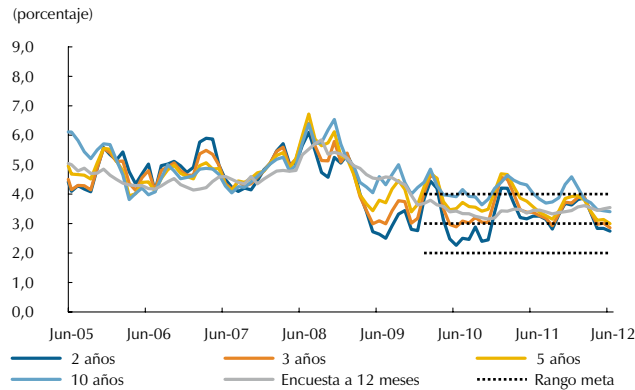
Por otro lado, un panorama externo más débil, con una percepción de riesgo más alta hacia las economías emergentes, tal como se prevé, junto con unos menores términos de intercambio y menores entradas de capital, supone mayores choques sobre el tipo de cambio, con los consiguientes impactos alcistas sobre los precios de los bienes y servicios importados y transables en general. No obstante, como sucedió entre 2008 y 2009, las presiones a la baja por cuenta de la mayor debilidad interna, del menor dinamismo de las exportaciones y de los precios más bajos de las materias primas deben terminar primando sobre las influencias alcistas generadas por un tipo de cambio más depreciado.

En el ámbito interno el nuevo ejercicio de proyección también contempla factores que ayudaron a disminuir los pronósticos de inflación en el mediano y largo plazos. El más importante de ellos, y al cual habría contribuido la política monetaria adelantada en 2011 y comienzos de este año, ha sido la disminución de las expectativas de inflación. Esta tendencia, que ya se había observado en el primer trimestre de este año, se prolongó durante el segundo a tal punto que varios de los indicadores calculados por el Banco de la República se situaron por debajo de la meta de inflación de largo plazo (3,0%).

En particular, las expectativas de inflación a horizontes de dos, cinco y diez años calculadas a partir de las tasas de interés de los TES se situaron entre 2,5% y 3,3% en julio. En el informe de marzo estas estimaciones habían estado por encima de 3,4% (Gráfico 39).

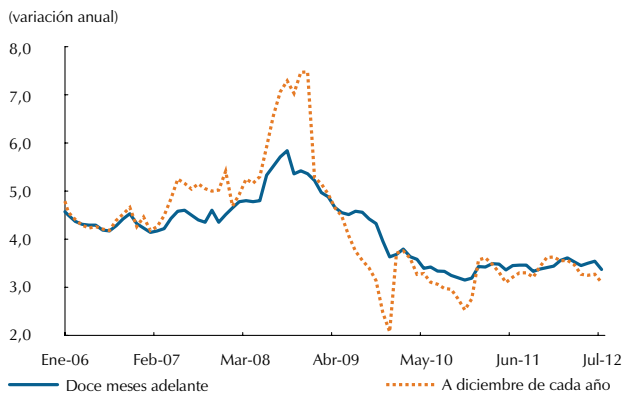
De igual manera, las expectativas a finales de año y a doce meses, obtenidas a partir de las encuestas mensual y trimestral aplicadas por el Banco, decrecieron, aunque en menor magnitud que las de horizontes mayores. En el caso de la mensual la información recogida a comienzos de julio indica que los agentes consultados

**Gráfico 39**  
Expectativas de inflación derivadas de los TES  
(a 2, 3, 5 y 10 años)  
(promedio mensual)<sup>a/</sup>



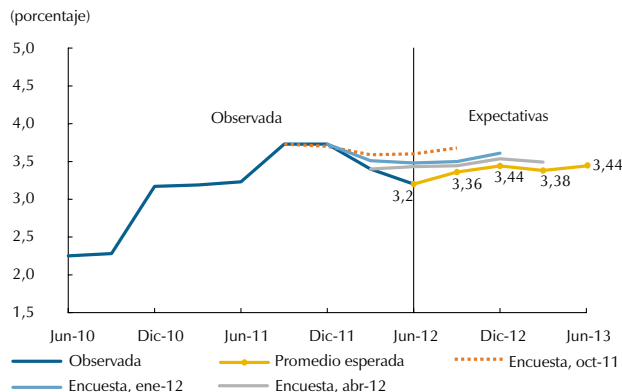
a/ Metodología Nelson y Siegel.  
Fuente: Banco de la República.

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



Fuente: Banco de la República.

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



Fuentes: DANE y Banco de la República.

(operadores y analistas del mercado financiero, principalmente) esperan a fin de año una inflación anual de 3,10% y a doce meses de 3,37% (frente a 3,47% y 3,53% en marzo, respectivamente) (Gráfico 40). En el caso de la trimestral, efectuada a firmas, estos resultados fueron 3,4% en ambos casos (en marzo habían sido de 3,54% y 3,49%) (Gráfico 41). Según la esta última, el 96% de los encuestados confía en que la meta de inflación se cumpla este año, el porcentaje más alto desde 2000, cuando la JDBR adoptó la estrategia de inflación *objetivo flexible* (véase el Recuadro 2).

Dado el crecimiento interno proyectado para el próximo año y medio, el mercado laboral deberá mantenerse relativamente holgado. Aunque el empleo continuará creciendo, su ritmo puede moderarse dado un entorno externo más complicado y una mayor percepción de riesgo por parte de inversionistas locales y extranjeros. De esta forma, aunque la tasa de desempleo puede seguir descendiendo, lo hará a un ritmo menor y sin alejarse de manera significativa de lo que se considera como la tasa de desempleo Nairu. Por tanto, cabe esperar que los salarios sigan ajustándose a tasas similares a las observadas recientemente (véase el capítulo III) y las cuales son compatibles con la meta de inflación de largo plazo.

Teniendo en cuenta esto último, en este informe la senda central de inflación supone que las presiones de costos salariales sobre precios deberán mantenerse contenidas en el corto y mediano plazos. Esto representa un cambio frente a los dos informes de inflación anteriores, en los cuales se esperaban ver ajustes salariales crecientes, que afectaban algunos precios al consumidor en la medida en que avanzaba 2012, y sobre todo en 2013.

Finalmente, la nueva senda central de pronóstico para la inflación supone condiciones de oferta agropecuaria internas normales para lo que resta de 2012 y durante 2013, por lo que los ajustes de los precios de los alimentos perecederos no deberían generar presiones alcistas. En cuanto a los alimentos importados, la senda central no contempla alzas en las cotizaciones internacionales diferentes a las observadas hasta mediados de julio y se considera que estas serían transitorias, con un impacto reducido en la inflación al consumidor en Colombia.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, para este informe se estima una senda de inflación total al consumidor que debe permanecer para lo que resta de 2012 en niveles similares a los observados en junio, terminando el año un poco por encima de la meta de largo plazo de 3,0%. De esta manera, frente al informe de marzo, para estos dos trimestres esta variable presentó una corrección a la baja. La inflación debe continuar disminuyendo en 2013 y en la primera mitad de 2014 más de lo anticipado en el informe anterior y situándose durante algún período por debajo de 3,0%.

La inflación sin alimentos, por su parte, se mantendría un poco por debajo de la inflación total en lo que resta del año y en la primera mitad del siguiente. Hacia el segundo semestre del próximo año y en 2014 convergería hacia la inflación total. En esta oportunidad, su senda es menor que la presentada en el informe trimestral anterior hasta finales de 2012 pero durante parte de 2013 sería un poco mayor debido al comportamiento del IPC de transables sin alimentos ni regulados.

Por subcanastas dentro del IPC sin alimentos, las proyecciones se redujeron para los no transables sin alimentos ni regulados, así como para los regulados. En el primer caso esto obedeció a las menores estimaciones de brecha del producto, tal como se subrayó. La variación anual de no transables continuaría cerca al 4,0%, pero a principios de 2013 debería converger hacia el 3%.

En cuanto a los regulados, los descensos se explican porque se esperan menores ajustes en el precio interno de la gasolina y del gas, en vista de que se revisó a la baja la proyección del precio del petróleo. Como se menciona en el capítulo I, en el escenario más probable o central la proyección para el promedio de 2012 pasó de US\$124 el barril (Brent) en el informe de marzo a US\$104 en este informe. Se considera que estas caídas no deberán primar sobre una mayor tendencia a la depreciación del peso.

El nuevo pronóstico de regulados también recoge de manera parcial las decisiones sobre el transporte público en Bogotá, las cuales no se conocían cuando se produjo el *Informe sobre Inflación* de marzo. Dada la importancia de la ciudad capital en el IPC nacional (42,5%), estas decisiones conllevarán a una reducción del IPC de servicios de transporte público regulado en la segunda mitad de 2012. Debe señalarse, sin embargo, que el impacto final podría ser mayor que el aquí previsto<sup>13</sup>.

*La inflación sin alimentos se mantendría por debajo de la inflación total.*

---

13 La información detallada sobre los ajustes al transporte público en Bogotá solo se dio a conocer el 23 de julio de 2012 con el Decreto 356, cuando ya se habían efectuado las proyecciones que se presentan en el informe actual. Con dicho decreto se establecieron las nuevas tarifas del sistema integrado de transporte público (SITP), que deben regir a partir del 1 de agosto. Las tarifas serán diferenciales según las horas del día (pico vs. valle) y los días de la semana (días laborales vs. fin de semana), así: \$1.700 costará el pasaje en hora pico y \$1.400 en hora valle, \$300 pesos es el valor del trasbordo en período pico y gratuito en horas valle. Para los fines de semana se estableció un costo de \$1.700 los sábados y \$1.400 los domingos. Adicionalmente, que para el componente zonal del sistema (transporte urbano tradicional) el costo será también de \$1.400. Cabe recordar que el pasaje en Transmilenio costaba \$1.750 y el urbano tradicional \$1.450.

La incertidumbre en los pronósticos de los precios de alimentos es alta por la posible presencia de un fenómeno de El Niño, entre otros factores.

En relación con las tarifas de energía para los hogares, la proyección de regulados de este informe no contempla alzas excepcionales debidas a faltantes de lluvias y a una sustitución de la generación hídrica por térmica. Sin embargo, estas podrían presentarse en caso de que se sufra un fenómeno de El Niño fuerte, como se menciona en la sección sobre el balance de riesgos.

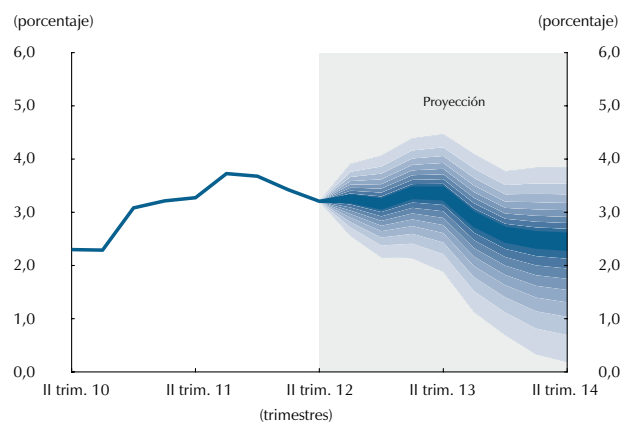
Dentro del IPC sin alimentos los transables sin alimentos ni regulados fueron el único subgrupo cuyos pronósticos aumentaron, debido a la mayor tendencia hacia la depreciación del peso contemplada en este informe en el escenario más probable. De todas maneras, al igual que en el informe de marzo, la senda para transables se mantiene por debajo del 3,0% a lo largo de los próximos ocho trimestres.

En materia de la variación anual del IPC de alimentos, en condiciones climáticas normales y sin aumentos adicionales y permanentes en los precios internacionales, se anticipa una tendencia decreciente moderada para el resto de 2012, la cual se acentuaría en 2013. Aquí, sin embargo, la incertidumbre es alta dados los riesgos que supondría la presencia de un fenómeno de El Niño y los problemas de abastecimiento mundial de alimentos.

## 2. Balance de riesgos

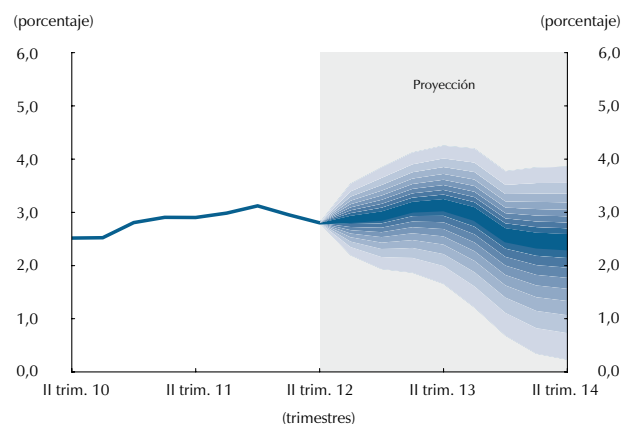
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 42 y 43. En este informe la amplitud de los intervalos de pronóstico se mantiene elevada debido a la incertidumbre proveniente del contexto internacional. Asimismo, dentro del balance de riesgos los sesgos a la baja son mayores que los estimados en el informe trimestral anterior.

Gráfico 42  
Fan chart de la inflación total



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 43  
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

*El principal riesgo a la baja que enfrenta el pronóstico de inflación es un posible deterioro pronunciado de la economía mundial.*

En particular, los principales riesgos a la baja contemplados en este informe son:

- *Un deterioro del contexto internacional mayor al previsto en la senda central de pronóstico.* La economía mundial se desaceleró en la primera mitad del año más de lo esperado por cuenta de los problemas de deuda en Europa y del efecto que esto ha empezado a tener en las economías avanzadas y emergentes. Los riesgos de que esta tendencia se profundice en lo que resta de 2012 son altos, si se tiene en cuenta que las soluciones que están al alcance de las autoridades económicas en Europa son difíciles de implementar. En particular, los programas de ajuste fiscal son ambiciosos y, en el corto plazo, pueden afectar la actividad económica de esos y otros países en momentos cuando las economías ya se encuentran bastante debilitadas y sus mercados laborales están deteriorados. De esta forma no es improbable que, acciones de política insuficientes o tomadas a destiempo en Europa pueden acentuar y prolongar el retroceso económico de esa zona, debilitando la economía mundial incluso hacia el próximo año. Los efectos sobre la economía colombiana se podrían sentir mediante una caída importante y duradera de los términos de intercambio, una menor demanda por nuestras exportaciones y un deterioro de la confianza de empresarios y hogares, lo cual afectaría las decisiones de gasto interno, además de otros canales, todo lo cual ejercería presiones a la baja sobre los precios al consumidor de transables, no transables y regulados en Colombia. Estos efectos predominarían sobre los que se derivan de una mayor presión hacia la depreciación del peso, como sucedió en la crisis de 2008-2009. En la medida en que la confianza en Europa se siga deteriorando la probabilidad de ocurrencia de un escenario como este seguirá aumentando.
- *La confianza de consumidores e inversionistas en Colombia podría resentirse más de lo previsto ante los eventos externos,* por lo que la demanda interna podría mostrar una desaceleración mayor que la expuesta en la senda central de inflación. Como se anotó, los diversos indicadores de actividad económica han mostrado que la economía colombiana se ha desacelerado en los últimos meses. Aunque en la senda central se espera que el contexto internacional no empeore, los efectos adversos de la actual situación sobre la confianza de inversionistas y consumidores podrían ser mayores y perdurar por varios meses. Esto puede desincentivar las decisiones de gasto más de lo previsto. De esta forma, la brecha del producto podría cerrarse aún más, lo cual generaría presiones bajistas, en especial sobre los bienes no transables y, en alguna medida, sobre los transables.
- *Menores precios por la entrada en vigencia del TLC.* La reducción de aranceles en un gran número de insumos y bienes finales debido al TLC con los Estados Unidos podría ejercer una presión adicional a la baja en los precios al consumidor, sobre todo de los bienes transables. Sin embargo, los demás bienes y servicios de la canasta también pueden resultar impactados por las disminuciones en los costos de insumos.

*La confianza de los consumidores e inversionistas en Colombia podría resentirse más de lo previsto ante los eventos externos recientes.*

*Dos riesgos al alza importantes sobre la inflación de 2013 son la posible presencia de un fenómeno de El Niño y un aumento prolongado de los precios internacionales de alimentos.*

Por su parte, los principales riesgos al alza son:

- *Alzas mayores y más prolongadas en los precios internacionales de los alimentos.* En los últimos meses varios de los principales países productores de alimentos han empezado a enfrentar reducciones en la oferta exportable de cereales, oleaginosas y otros productos, asociados con problemas climáticos. En particular, las sequías en los Estados Unidos han elevado el precio mundial del maíz, el trigo y la soya y algo similar ha ocurrido con el maíz en Rusia, donde el impacto del verano ha sido fuerte. En Brasil la temporada de lluvias ha sido más alta que la prevista, lo cual ha generado presiones alcistas sobre el azúcar. En algunos países emergentes este contexto ha elevado la inflación interna de alimentos. Si bien en Colombia hasta mediados de julio no se ha apreciado dicho comportamiento, hay un riesgo de que se presente si los precios externos siguen subiendo, sobre todo a finales de este año y comienzos de 2013. Aunque estos fenómenos son transitorios, pueden tener impactos permanentes sobre la inflación en la medida en que afecten las expectativas.
- *La ocurrencia de un fenómeno de El Niño de intensidad fuerte.* Cuando se redactaba este informe aumentaba la probabilidad de ocurrencia de un fenómeno de El Niño a partir del segundo semestre de este año y hasta comienzos de 2013. En principio el fenómeno sería de intensidad débil o moderada, por lo que su impacto sobre precios sería poco, según lo sugieren las experiencias pasadas. Sin embargo, aún no se puede descartar la presencia de un Niño fuerte, el cual sí tendría efectos importantes sobre la oferta agropecuaria en el país y sobre los precios al consumidor. De confirmarse esta situación, podrían sufrirse aumentos significativos en los precios de los alimentos, en especial entre el primer y el tercer trimestres de 2013. En este caso, también el mayor riesgo sobre el cumplimiento de la meta de inflación de largo plazo radica en que afecte las expectativas y por esta vía la negociación de contratos de salarios y de precios.
- *Un mayor gasto público que el contemplado en los escenarios centrales.* La posibilidad de la puesta en marcha de políticas contracíclicas para suavizar los efectos de la incertidumbre internacional y la desaceleración reciente de la economía colombiana podría generar presiones alcistas provenientes de una demanda pública más elevada.
- *Una mayor depreciación esperada que la proyectada en el escenario central.* La incertidumbre internacional podría derivar en un aumento prolongado de la percepción de riesgo hacia economías emergentes como la colombiana, afectando los flujos de capital. En este caso el peso y otras monedas de la región podrían tender a depreciarse más de lo previsto, lo que se transmitiría a los precios de transables y de materias primas.

Aunque la ponderación de los distintos riesgos en los *fan chart* muestra un sesgo a la baja, la probabilidad de que en 2012 la inflación total se ubique en el rango meta

y que en 2013 converja a la de largo plazo (3,0%) sigue siendo alta. Esto también ocurre con el balance de riesgos para la inflación sin alimentos. Cabe mencionar que en ambos ejercicios se supone una política monetaria activa, donde la tasa de intervención se ajusta para llevar la inflación a la meta de largo plazo (3,0%).

## Recuadro 2

### METAS DE INFLACIÓN EN COLOMBIA: RANGO META VS. META PUNTUAL

Julián A. Parra Polanía\*

Desde un poco antes de que la Constitución Política de 1991 consagrara la autonomía de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) en la conducción de la política monetaria y cambiaria, se han anunciado metas de inflación al público en Colombia (Gómez *et al.*, 2002). Con una inflación de 26,8%, una de las más altas en la historia reciente del país, ese mismo año (1991) se hizo pública la meta de inflación para 1992; sin embargo, en la literatura relacionada con el análisis empírico del régimen de política monetaria conocido como “inflación objetivo” (v. g. Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2001), solo a partir de 1999 se considera que Colombia comienza a hacer parte de los países que han adoptado completamente este esquema (*fully-fledged inflation targeters*, o FFIT, por su sigla en inglés). Esto, principalmente porque hasta dicho año no podía considerarse la meta de inflación como ancla nominal única, debido a la existencia del sistema de banda cambiaria, que fue eliminado en septiembre de ese año para adoptar un sistema de libre flotación.

Al igual que en otros países en vía de desarrollo, Colombia comenzó a implementar el esquema de inflación objetivo en un escenario donde la inflación era alta (más de 25% a comienzos de la década de los noventa) y la credibilidad de la política monetaria era relativamente baja. Gómez *et al.* (2002) señalan que estas fueron las razones que llevaron a expresar la meta de inflación de forma puntual; es decir, sin definir ningún intervalo alrededor de la misma. Fijar un rango meta en un proceso de desinflación con baja credibilidad habría implicado anclar las expectativas del mercado al extremo superior del intervalo.

En el año 2003, cuando el Banco de la República había conseguido avances significativos en términos tanto de credibilidad de la política monetaria como de comprensión del régimen de inflación objetivo, se decide comenzar a expresar la meta de inflación como un rango (Cuadro R2.1). En las siguientes líneas se señala cuán común es entre los FFIT expresar sus metas de inflación haciendo uso de un intervalo, se explican algunas ventajas y desventajas de esa práctica y se comenta la importancia de la comunicación con el público para la correcta interpretación del rango meta.

El análisis de Roger y Stone (2005) sobre los FFIT permite concluir, con base en datos para la primera mitad de la década

\* Investigador júnior de la Gerencia Técnica. Las opiniones expuestas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Cuadro R2.1  
Metas de inflación en Colombia desde 1992  
(porcentaje)

Año	Meta	Año	Meta	Año	Meta
1992	22,0	1999	15,0	2006	4,0 a 5,0
1993	22,0	2000	10,0	2007	3,5 a 4,5
1994	19,0	2001	8,0	2008	3,5 a 4,5
1995	18,0	2002	6,0	2009	4,5 a 5,5
1996	17,0	2003	5,0 a 6,0	2010	2,0 a 4,0
1997	18,0	2004	5,0 a 6,0	2011	2,0 a 4,0
1998	16,0	2005	4,5 a 5,5	2012	2,0 a 4,0

Fuentes: Gómez *et al.* (2002) y Banco de la República.

pasada, que en ese período era una práctica común definir la meta de inflación como un intervalo o rango, ya sea alrededor de un objetivo puntual o sin señalar un punto en particular del mismo. Solo tres de los veintidós países analizados expresaban su meta como un punto. La conclusión con base en los datos actuales es similar. Según un reporte de este año del Banco de Inglaterra sobre el estado del arte del régimen de inflación objetivo (Hammond, 2012), solo cinco de los veintisiete FFIT expresan una meta de inflación como un valor puntual<sup>1</sup>.

¿Cuáles son las ventajas de usar un intervalo para definir la meta de inflación? A partir del análisis que se ha hecho en la literatura de política monetaria sobre este tema (v. g. Bernanke *et al.*, 1999, cap. 11; Mishkin, 2007) podemos concluir que la principal ventaja se obtiene en el proceso de comunicación con el público. El uso del rango meta permite hacer énfasis en el hecho de que el proceso de inflación conlleva incertidumbre y que el control de la misma es un ejercicio sujeto a imperfecciones. El banco central requiere que las fluctuaciones de la inflación en el corto plazo, debido a la existencia de choques económicos temporales, no sean malinterpretadas como una falta de compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de mantener una inflación baja y estable.

La necesidad de que la política monetaria pueda responder con flexibilidad en el corto plazo sin que el público le reste credibilidad a la misma es especialmente relevante, como lo

1 Los cinco países son: Hungría, Islandia, Noruega, el Reino Unido y Suecia. En el Reino Unido, cuando la inflación se desvía de la meta (2%) en más de 1% en cualquier dirección, el banco central debe ofrecer una explicación mediante carta pública enviada al Ministro de Hacienda. Este es un mecanismo de rendición de cuentas, pero no una forma de definir la meta.

señala Clavijo (2002), para países donde, por un lado, la inflación está cerca de su nivel objetivo de largo plazo (porque la incertidumbre relativa al nivel de inflación es alta) y, por otro lado, eventos transitorios, como los relacionados con fenómenos climáticos, exigen acomodar choques exógenos de tamaño significativo sobre los precios.

La utilidad del rango meta en la comunicación con el público también tiene algunas limitaciones y desventajas. Una alta volatilidad de los choques de oferta puede requerir el uso de un intervalo más grande; sin embargo, un rango muy amplio puede interpretarse como una mala señal en términos del compromiso del banco central con el control de la inflación y ser contraproducente para el propósito de anclar las expectativas. Algunos trabajos (v. g. Mishkin, 2001; Hammond, 2012) sugieren que cuando la varianza de los choques es muy grande, puede ser mejor estrategia usar una meta puntual y explicar el porqué de las desviaciones observadas con respecto a la misma.

De igual forma, la utilidad del rango meta se ve comprometida cuando el público se concentra simplemente en si la inflación está por fuera o no del mismo, sin asignarle ninguna importancia a la magnitud de la desviación con respecto al punto medio. En este caso uno de los límites del intervalo (en particular, el extremo superior en procesos de desinflación, como se explicó para el caso colombiano) termina convirtiéndose en el ancla final de las expectativas, dificultando el proceso de controlar la inflación. En otras ocasiones, como resultado de una mala interpretación del rango meta, se hace uso del mismo para justificar la solicitud de inacción por parte de la autoridad monetaria, con el argumento de que se está 'cumpliendo con el objetivo'. Por ejemplo, si la inflación se encuentra dentro del rango, pero cerca de su extremo superior, se le solicita al banco central que no aumente la tasa de política.

Como lo explican Freedman y Laxton (2009), el rango debe pensarse como un intervalo de incertidumbre e imperfección en el control de la inflación en el corto plazo, pero no como un intervalo de indiferencia<sup>2</sup>. Por esta razón, y con el fin de evitar las desventajas que surgen a partir de la mala interpretación, Mishkin (2007) sugiere que el banco central comunique el rango meta haciendo especial énfasis en su

---

2 El Banco de México, por ejemplo, aclara en su página web: "que el intervalo alrededor del objetivo de inflación no es un margen de tolerancia. Se trata solamente de una forma explícita de representar la inexactitud que irremediablemente rodea el cumplimiento puntual del objetivo, debido a la volatilidad a la que está sujeta la inflación y, a la relación poco precisa entre las acciones de política monetaria y sus resultados sobre la inflación" (<http://www.banxico.org.mx/divulgacion/politica-monetaria-e-inflacion/politica-monetaria-inflacion.html,sección 4.1.1>).

punto medio<sup>3</sup>. De esta forma, debe ser claro para el público que cuando el rango meta es de 2% a 4%, el banco central tiene como objetivo alcanzar una inflación de 3% y no una que se acerca a los extremos del intervalo (2% o 4%).

Sobre la solicitud de inacción dentro del rango meta, cabe también destacar un resultado encontrado por Medina y Valdés (2002), quienes examinan, entre otros, el caso particular y atípico donde las preferencias del hacedor de política monetaria son tales que para aquel existe un intervalo de inflación óptimo dentro del cual todos los valores de inflación podrían generar el mismo nivel de utilidad, todo lo demás constante. Los autores encuentran que ni siquiera unas preferencias de esta forma implicarían la inacción del banco central dentro del rango. La intuición de este resultado es que la probabilidad de que un choque desvíe la inflación más allá del rango es mayor cuando la inflación se encuentra cerca de los límites del rango que cuando está cerca del punto medio. Por esta razón, es óptimo actuar para mantener la inflación cerca del punto medio y evitar que choques económicos pequeños, pero inesperados, sobre el nivel de precios, desplacen la inflación por fuera del rango meta. Por otro lado, cuando el banco central tiene algún grado de preocupación por la brecha, cualquier movimiento de la inflación aún dentro del rango estará relacionado con cambios en la brecha, que requerirán alguna respuesta<sup>4</sup>.

Finalmente, se concluye recordando la importancia de comunicarle claramente al público que el banco central toma sus decisiones con el objetivo principal de alcanzar el punto medio del rango y de que en la presentación de resultados se expliquen las posibles razones por las cuales la inflación observada se desvía del punto medio, aun cuando esté dentro del rango meta fijado.

## Referencias

Bernanke, B.; Laubach, T.; Mishkin, F. (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

---

3 Usando datos de pronósticos de inflación, Levin et al. (2004) muestran que las expectativas de largo plazo están mejor ancladas en países donde la meta hace énfasis en un valor puntual (v. g. Canadá, Nueva Zelanda y Suecia) que en aquellos donde, aunque sea claro el deseo de mantener una inflación baja, no existe énfasis sobre un valor en particular (los Estados Unidos y la zona del euro).

4 Dada la relación negativa entre la tasa de política monetaria y la brecha de producto, habría solo dos casos particulares que podrían implicar inacción para estas preferencias atípicas. El primero es que la brecha de producto sea negativa y la inflación se encuentre en el extremo superior del rango. El segundo es que la brecha sea positiva y la inflación se encuentre en el extremo inferior del rango.

Clavijo, S. (2002). "Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991-2002)", *Ensayos sobre Política Económica*, núms. 41-42, pp. 87-142, Banco de la República.

Freedman, C.; Laxton, D. (2009). "IT Framework Design Parameters", Working Papers, núm. WP/09/87, Fondo Monetario Internacional, abril.

Gómez, J.; Uribe, J. D.; Vargas, H. (2002). "The Implementation of Inflation Targeting in Colombia", Borradores de Economía, núm. 202, Banco de la República de Colombia.

Hammond, G. (2012). "State of the Art of Inflation Targeting", *Handbook*, núm. 29, Centre For Central Banking Studies, Bank of England.

Levin, A.; Natalucci, F.; Piger, J. (2004). "The Macroeconomics Effects of Inflation Targeting", *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, julio/agosto, pp. 51-80.

Medina, J. P.; Valdés, R. (2002). "Optimal Monetary Policy Rules under Inflation Targeting", en N. Loaiza y K. Schminidt-

Hebbel (eds.), *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, vol. 4, cap. 5, Banco Central de Chile.

Mishkin, F. (2001). "Issues in Inflation Targeting", en *Price Stability and the Long-run Target for Monetary Policy*, pp. 203-222, memorias del seminario ofrecido por el Banco de Canadá.

Mishkin, F. (2007). "Everything You Wanted to Know about Monetary Policy Strategy, but Were Afraid to Ask", en F. Mishkin (ed.), *Monetary Policy Strategy*, cap. 19, The MIT Press Cambridge, Massachusetts.

Mishkin, F. S.; Schmidt-Hebbel, K. (2001). "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?", Working Paper, núm. 8397, National Bureau of Economic Research.

Roger, S.; Stone, M. (2005). "On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets", Working Papers, núm. WP/05/163, Fondo Monetario Internacional, agosto.

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

**En los últimos cinco años los elevados precios del petróleo** y de otros bienes básicos aumentaron el ingreso nacional, estimularon la inversión y el consumo, y explicaron gran parte de la ampliación del déficit de la cuenta corriente. Aquella no fue mayor debido al superávit corriente del sector minero y petrolero.

**Los agentes podrían continuar aumentando su gasto** ante la expectativa de que su ingreso continúe en niveles elevados. Si dicha expectativa no se materializa, se correría el riesgo de que la cuenta corriente entre en terreno insostenible.

**Durante el segundo trimestre de 2012 la cartera bruta real** se desaceleró, pero sigue creciendo a tasas anuales altas. Este comportamiento ha estado acompañado de una aceleración de la cartera vencida, aunque sus niveles todavía son históricamente bajos.

**En el primer trimestre de 2012 los precios** reales de la vivienda tanto nueva como usada siguieron registrando altas tasas de crecimiento anual.

Como se ha explicado en anteriores *Informes sobre Inflación*, los flujos de capitales continuos y prolongados hacia una economía pueden incrementar el acervo de capital y mejorar la competitividad de un país. No obstante, la historia muestra que estos in-flujos también han coincidido con la presencia de desequilibrios en variables macroeconómicas importantes como la cuenta corriente, el crédito y los precios de los activos, entre otras. Cuando la acumulación de estos desbalances es elevada, posteriormente las economías se enfrentan a un período de recesión.

Por lo anterior, en un contexto de inflación objetivo más amplio, es importante hacerle seguimiento a tales variables para identificar posibles desbalances macroeconómicos. Con dicho seguimiento se aporta mayor información a los agentes para la toma de decisiones y se propende por disminuir la probabilidad de ocurrencia de una crisis futura.

*Entre 2005 y 2010 la ampliación del déficit en la cuenta corriente se ha originado en particular por una caída en la tasa de ahorro, junto con una inversión en niveles históricamente altos del sector privado.*

Como se explicará, entre 2005 y 2010 la ampliación del déficit en la cuenta corriente<sup>14</sup> se ha originado en particular por una caída en la tasa de ahorro, junto con una inversión en niveles históricamente altos del sector privado<sup>15</sup>. En el mismo período la tasa de ahorro del Gobierno<sup>16</sup> se ubicó por debajo del promedio calculado desde 1971, mientras que la tasa de inversión se mantuvo relativamente estable y superior a la del ahorro. El resto de sectores (empresas públicas no financieras<sup>17</sup>) mantuvieron un superávit en la cuenta corriente (exceptuando 2009) y contribuyeron a disminuir el déficit corriente público total. Para 2011 no se cuenta con esta desagregación, pero estimaciones preliminares sugieren que el nivel del déficit obedece a motivos similares.

Con respecto al crédito, en lo corrido del presente año su variación anual se ha moderado, pero sigue creciendo a tasas superiores al aumento del PIB nominal estimado para 2012. La mayor desaceleración se ha presentado en la cartera comercial, especialmente en la otorgada en moneda extranjera. La cartera más dinámica sigue siendo la de consumo, seguida de la hipotecaria. Lo anterior se ha dado junto con un deterioro en la calidad de la cartera, aunque dicho indicador muestra que sus niveles aún son bajos cuando se comparan con el promedio de la serie.

En materia de precios de los activos, a marzo de 2012 los índices de precios de la vivienda nueva y de la usada continuaron registrando crecimientos anuales importantes y se encuentran en niveles altos.

Para el presente año es probable que el deterioro del sector externo, debido a la crisis en Europa, así como la desaceleración esperada en la demanda interna, contribuyan a tener una cuenta corriente como proporción del PIB similar a la observada en 2011; en 2013 dicha proporción podría ser menos deficitaria. Este escenario también sería coherente con una mayor moderación en el crecimiento del crédito, variable fundamental en el financiamiento de las importaciones. Por estos motivos, en este *Informe* los rangos de pronóstico de la cuenta corriente son menos deficitarios que los estimados en el trimestre pasado.

## A. LA CUENTA CORRIENTE

En primer lugar, en esta sección se describe el comportamiento de la cuenta corriente desde la perspectiva de la balanza de pagos, con el fin de determinar qué sectores económicos son los que generan el déficit en la cuenta corriente, así como

---

14 Según la balanza de pagos, de -1,3% a -3,0% como proporción al PIB, y de acuerdo con las cuentas nacionales, de -0,6% a -4,1%.

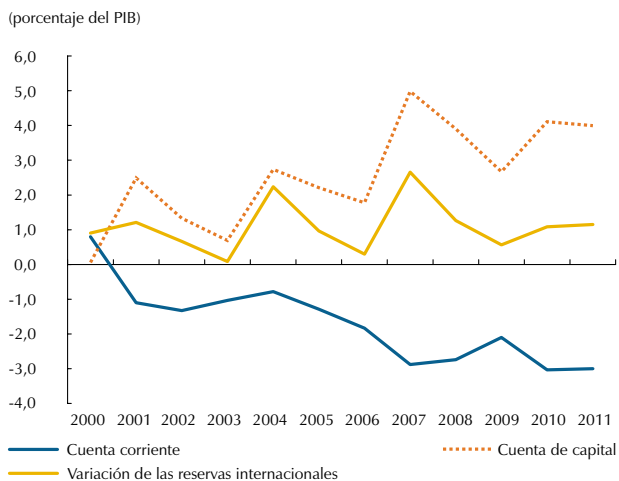
15 Hogares, empresas no financieras privadas y empresas financieras. En esta desagregación no se cuenta con una estimación para 2011.

16 Gobierno nacional central (GNC), entes territoriales y fondos de seguridad social.

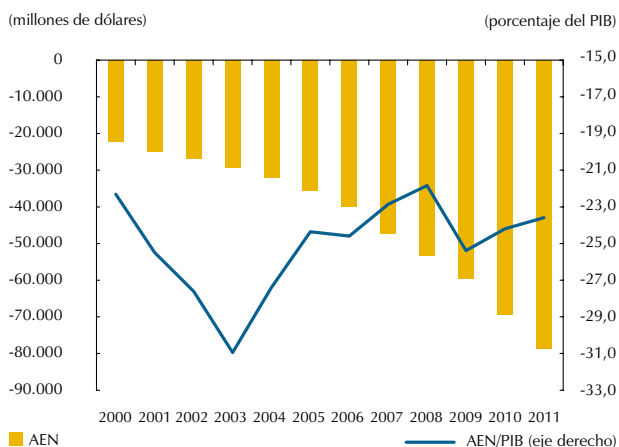
17 En estas cuentas Ecopetrol participa con cerca del 70%.

Gráfico 44

A. Balanza de pagos



B. Activos externos netos (AEN)



Fuente: Banco de la República.

las fuentes y plazos de financiamiento. Posteriormente, se analiza la cuenta corriente según las cuentas nacionales, para describir si su ampliación ha obedecido a una caída del ahorro o por una aceleración de la inversión. Por último, se realiza un ejercicio que evalúa la vulnerabilidad de la economía ante la presencia de un choque de los términos de intercambio, de los cuales hay incertidumbre sobre su duración.

1. Comportamiento de la cuenta corriente y financiera según la balanza de pagos

Desde 2001 la cuenta corriente se ha caracterizado por un permanente déficit como proporción del PIB, con una tendencia a ampliarse en los últimos cinco años. Entre 2001 y 2005 el déficit en la cuenta corriente se mantuvo estable alrededor del 1% y se incrementó hasta cerca del 3% en 2011 (Gráfico 44, panel A). Así, los activos externos netos (AEN) en dólares se deterioraron, en el contexto de un aumento de la inversión de colombianos en el exterior y una acumulación de reservas internacionales. A pesar de lo anterior, en los últimos cinco años la relación AEN sobre PIB ha sido relativamente estable, gracias al fuerte crecimiento del PIB nominal en dólares (Gráfico 44, panel B).

Por el lado del financiamiento, la cuenta de capital y financiera también ha tenido una tendencia creciente. Estos recursos, principalmente de largo plazo, han llegado mediante IED y en menor medida por cartera y préstamos (Gráficos 45, panel A). No obstante, en

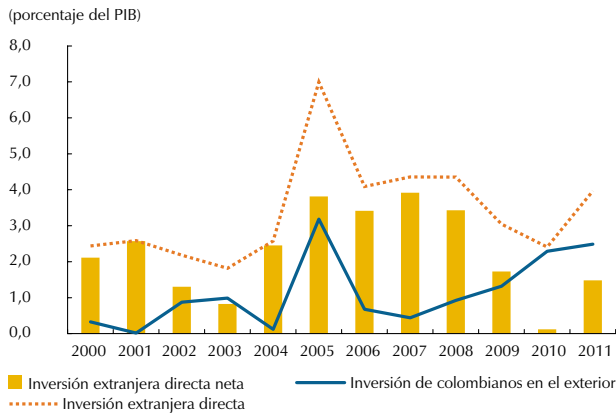
2010 y 2011 los pasivos de corto plazo tomaron mayor importancia y representaron, en promedio, cerca del 25% del flujo del total de pasivos externos (Gráfico 45, panel B).

Cuando se divide la cuenta corriente en tres grupos: sector público, sector mineroenergético y petrolero y el resto de la economía<sup>18</sup>, el comportamiento de cada uno de ellos y su financiación han sido diferentes (Gráfico 46). Desde el año 2000 la cuenta corriente total del país es el resultado del persistente déficit del grupo denominado resto de la economía, cuyo saldo negativo se incrementó de forma importante en los pasados cuatro años. Esta dinámica fue compensada parcialmente por el superávit del sector mineroenergético. Por su parte, el déficit corriente del

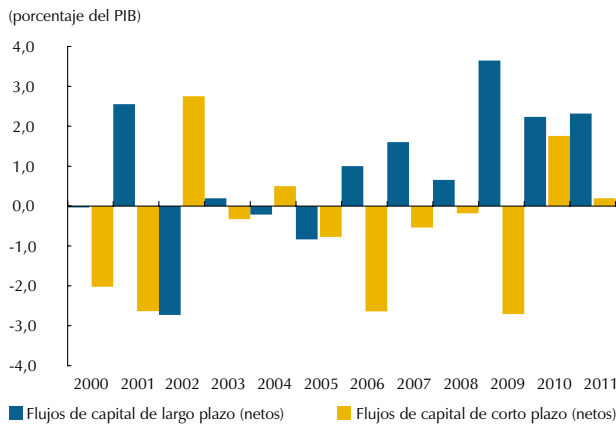
18 Incluye las transacciones corrientes de los sectores manufacturero, comercio, transporte y comunicaciones, establecimientos financieros, sector agropecuario y transferencias corrientes netas.

Gráfico 45

A. Flujos de inversión directa



B. Otros flujos de capital



Fuente: Banco de la República.

sector público con relación al PIB mostró una tendencia decreciente.

*El sector mineroenergético y petrolero*

En 2010 y 2011 el sector mineroenergético y petrolero registró una aceleración en el superávit de cuenta corriente junto con entradas netas de capital<sup>19</sup> (Gráfico 47). Los mayores valores exportados debido a los elevados precios internacionales y al aumento en las cantidades vendidas al exterior, explican el mayor superávit en la cuenta corriente del sector mineroenergético y petrolero. Esto permitió más que compensar el crecimiento de los egresos por concepto del giro de utilidades al exterior de las firmas con capital extranjero que se dedican a estas actividades. Parte del anterior balance global externo positivo dio origen a un ingreso de capitales, el cual fue usado para cubrir los costos en moneda local de la operación del negocio<sup>20</sup>, y otra parte del balance externo se empleó para constituir activos en el exterior.

*El sector público*

El déficit de la cuenta corriente del sector público (sin Ecopetrol) disminuyó de 1,7% del PIB en 2003 a 0,8% en 2006, y en adelante se mantuvo estable alrededor de 0,9% del PIB (Gráfico 46). Este resultado obedeció a los menores pagos de intereses de la deuda externa en relación con el PIB, asociados con las disminuciones

en la tasa de interés de los créditos adquiridos en los últimos años, además de la sustitución de deuda externa por interna, que generó un menor pago de intereses en moneda extranjera<sup>21</sup>.

Por el lado de las operaciones de capital, el sector público recibió flujos por concepto de endeudamiento externo<sup>22</sup>, que le permitieron financiar sus operaciones de

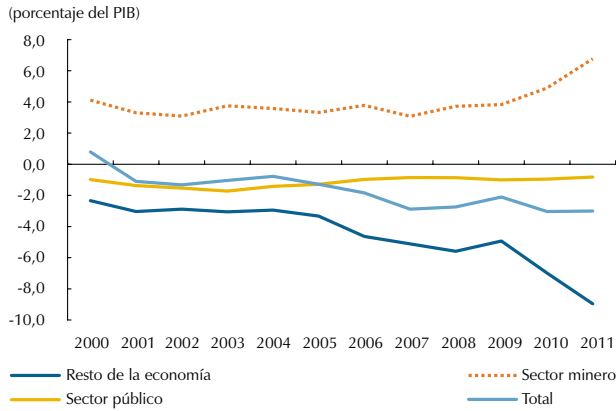
19 El sector mineroenergético y petrolero ha recibido un creciente flujo de pasivos externos, de los cuales en promedio un 90% correspondieron a IED y el restante 10% a préstamos de largo y corto plazos.

20 Por ejemplo, para el pago de impuestos, regalías, financiamiento de los costos operacionales y nuevas inversiones.

21 El sector público también obtiene recursos mediante endeudamiento interno y las utilidades transferidas por Ecopetrol. Estas últimas fuentes permitieron cubrir el remanente del déficit corriente que no se financió con pasivos externos. De 2000 a 2011 se incrementó de 55% a 70% la participación de la deuda interna en el total de la deuda del GNC.

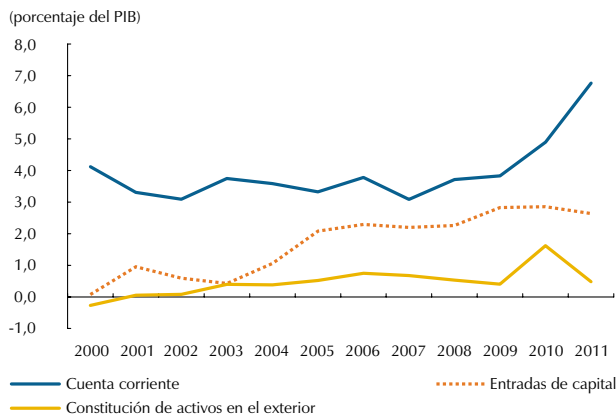
22 Títulos de deuda, préstamos y otros créditos externos.

**Gráfico 46**  
Cuenta corriente por sectores según la balanza de pagos



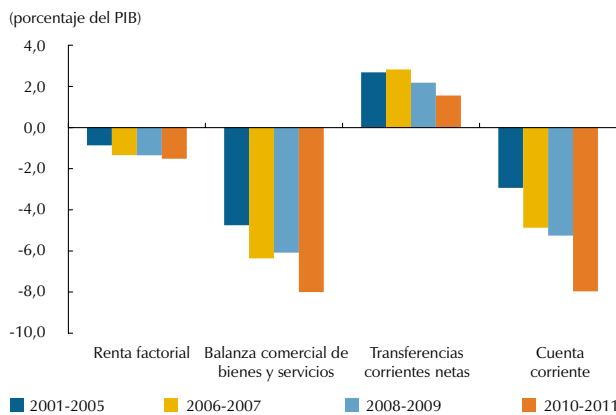
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 47**  
Operaciones externas del sector mineroenergético y petrolero



Nota: incluye petróleo crudo y sus derivados, carbón, oro y ferrocromo.  
Fuente: balanza de pagos calculada por el Banco de la República (cifras provisionales).

**Gráfico 48**  
Componente de la cuenta corriente del resto de la economía



Fuente: Banco de la República.

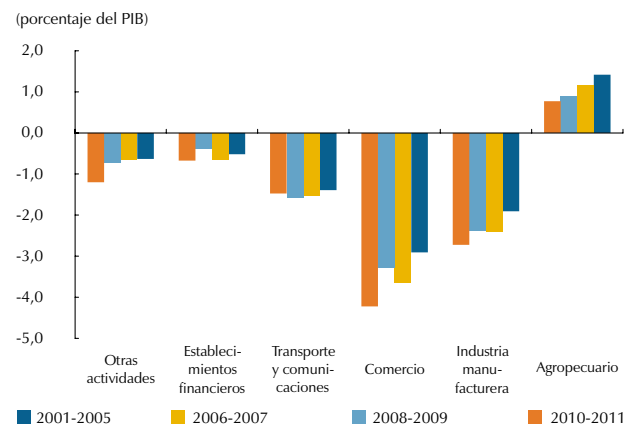
servicio de la deuda. Entre 2001 y 2009 predominaron los flujos de largo plazo, mientras que en 2010 y 2011<sup>23</sup> la financiación de corto plazo ganó participación, en especial por concepto de compra de TES y préstamos de no residentes.

#### El resto de la economía

Entre 2005 y 2011 la ampliación en el déficit de la cuenta corriente en este grupo, de 3,3% a 9,0% (Gráfico 46) se explicó en particular por el comportamiento de la balanza comercial de bienes y de servicios y, en menor medida, por los menores ingresos por transferencias, en especial remesas de los trabajadores. En el mismo período la renta factorial permaneció relativamente estable en un rango entre -0,5% y -1% como porcentaje del PIB (Gráfico 48).

Por sectores, la ampliación del déficit en la cuenta corriente se dio por el sector del comercio y de la industria manufacturera<sup>24</sup>. Esto se sumó a la reducción del superávit del sector agropecuario (Gráfico 49). Por su parte, los sectores de transporte y comunicaciones, y de

**Gráfico 49**  
Cuenta corriente del resto de la economía (porcentaje del PIB)

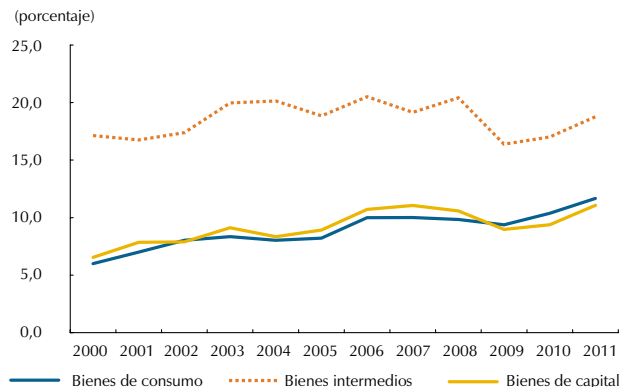


Fuente: Banco de la República.

23 Se excluyeron los pasivos externos destinados a la compra de activos en el exterior, y no se incluye Ecopetrol.

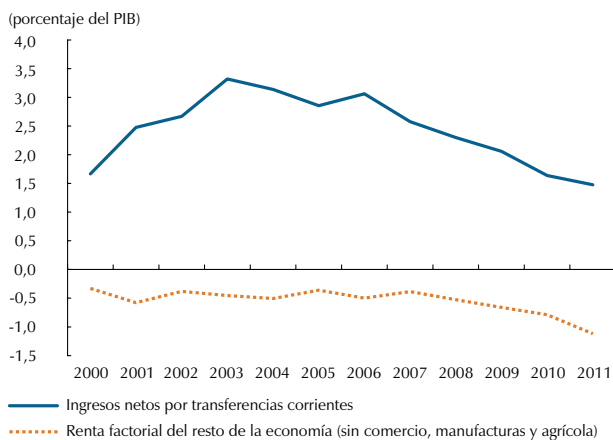
24 Vale la pena mencionar que parte del déficit corriente del sector comercio se origina en las importaciones de bienes destinadas a otros sectores, como el industrial, el agrícola, así como al consumo de los hogares.

**Gráfico 50**  
**Importaciones del sector manufacturero y comercio**  
 (porcentaje del PIB de industria y comercio)



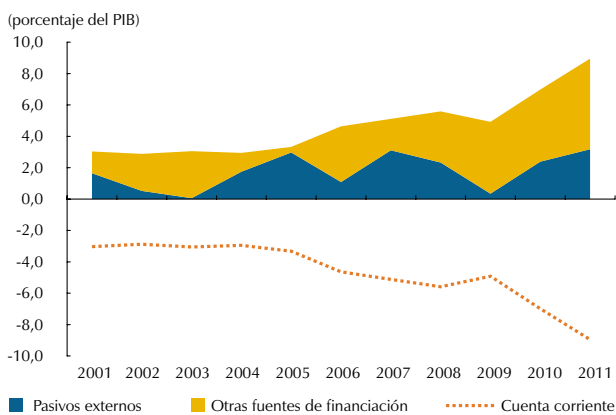
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 51**  
**Transferencias y renta factorial de sectores diferentes a comercio, manufacturas y agrícola**



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 52**  
**Déficit en cuenta corriente del resto de la economía y su financiación**



Fuente: balanza de pagos calculada por el Banco de la República.

establecimientos financieros mantuvieron relativamente estable su déficit corriente como proporción del PIB.

Entre 2000 y 2011, dentro de las compras externas de la industria y el comercio, las importaciones de bienes intermedios han sido las de mayor importancia; sin embargo, tanto las de bienes de capital como las de consumo han ganado participación, y cada una pasó de representar alrededor del 6% del PIB sectorial en 2000 a cerca del 10% en 2011(Gráfico 50). De esta manera, parte del déficit en la cuenta corriente en estos sectores podría estar asociado con la compra de materias primas o maquinaria, hechos que pueden haber incrementado la productividad. Esto último no se puede inferir al observar las importaciones de bienes de consumo.

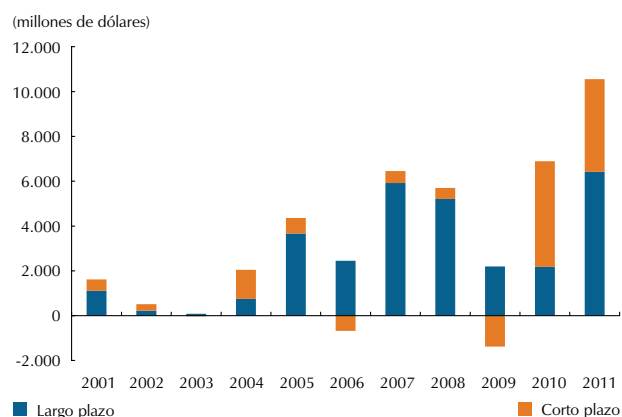
Otros dos factores que influyeron en la ampliación del déficit en la cuenta corriente del grupo resto de la economía fueron las menores transferencias recibidas por los hogares y el pago de utilidades al exterior de las empresas extranjeras. El resultado de la renta factorial para los sectores diferentes a comercio, manufacturas y agropecuario fue cada vez más deficitario, principalmente a partir de 2008, debido a las mayores utilidades obtenidas por las empresas residentes en el país con capital extranjero (Gráfico 51). Se destacan las mayores utilidades de filiales extranjeras que desarrollan actividades en los sectores financiero, electricidad, gas y agua, y construcción, los cuales se dedican en particular al mercado interno, y no tienen ingresos corrientes externos significativos que les permita compensar los egresos por concepto de renta de las inversiones.

La financiación de la cuenta corriente del grupo resto de la economía se dividió en pasivos externos susceptibles<sup>25</sup> de financiar su gasto deficitario y otras fuentes de financiación (Gráfico 52). Los resultados señalan que, dado que el déficit corriente ha sido superior a los recursos externos, este grupo ha requerido otras fuentes de financiación. En promedio desde 2006 solo el 33% de la financiación proviene de pasivos adquiridos con el exterior y el otro 67% de otras fuentes.

25 Los pasivos de este segmento se definen como los pasivos externos totales menos aquellos cuyo uso fue la adquisición de activos externos, y por lo cual no se destinaron a financiar su cuenta corriente.

Dentro de las fuentes de financiación diferentes a pasivos externos, desempeñaron un papel determinante los recursos internos obtenidos por las empresas mediante diferentes mecanismos. Por ejemplo, mediante recursos propios, endeudamiento en moneda nacional con la banca local y captación de recursos por medio del mercado nacional de valores. Esta financiación en moneda local le permitió al grupo resto de la economía adquirir en el mercado cambiario de divisas los recursos necesarios para financiar su gasto corriente externo<sup>26</sup>. Una parte significativa de las divisas demandadas por el grupo fueron ofrecidas por el sector minero y petrolero.

Gráfico 53  
Balanza de pagos: pasivos por plazo



Fuente: balanza de pagos calculada por el Banco de la República.

Los pasivos externos susceptibles de financiar la cuenta corriente registraron algunos cambios en su estructura por plazos y tipo. Hasta 2009 la mayor parte de los pasivos externos fue de largo plazo y en 2010 y 2011 los de corto plazo adquirieron mayor relevancia (Gráfico 53). Los pasivos de largo plazo fueron principalmente IED, inversión de cartera y arrendamiento financiero. Por su parte, el incremento de los pasivos de corto plazo obedeció en especial a mayores préstamos e inversión de cartera adquirida en el mercado local. Este hecho coincide con el crecimiento importador observado recientemente en el país.

*Según las cuentas nacionales, entre 2000 y 2011 la tasa de inversión de la economía colombiana aumentó de manera más acelerada que la tasa de ahorro.*

## 1. La cuenta corriente y el balance ahorro e inversión según las cuentas nacionales

Las cuentas nacionales tienen un mayor cubrimiento que la balanza de pagos, y por ello la medida de déficit de la cuenta corriente como porcentaje del PIB difiere entre estas dos metodologías<sup>27</sup>; sin embargo, el comportamiento histórico de ambas mediciones del déficit está bastante correlacionado (Gráfico 54).

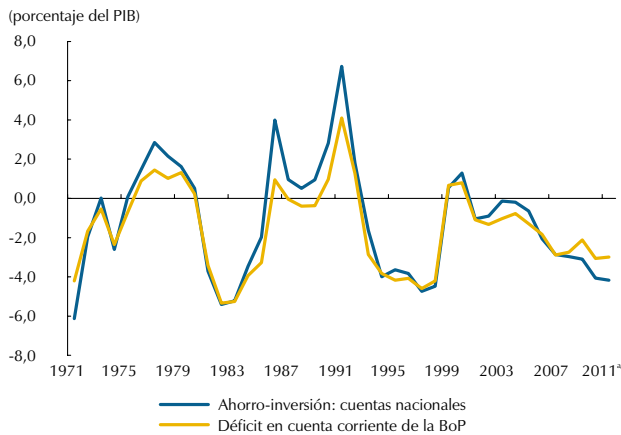
Según las cuentas nacionales, entre 2000 y 2011 la tasa de inversión de la economía colombiana aumentó de manera más acelerada que la tasa de ahorro<sup>28</sup>,

26 Una posible explicación del porqué este grupo prefiere financiarse con recursos está relacionada con el origen de sus ingresos operacionales. En efecto, la principal fuente de ingresos de las firmas es en pesos provenientes de su operación en el mercado local y, por tanto, es preferible endeudarse en moneda nacional para no adquirir pasivos externos, evitando posibles pérdidas asociadas con descables cambiarios.

27 Por ejemplo, las cuentas nacionales incluyen las transferencias entre hogares por contrabando y cultivos ilícitos mientras que la balanza de pagos no, así como diferencias en fuentes en algunos rubros (v. g. cooperación internacional corriente).

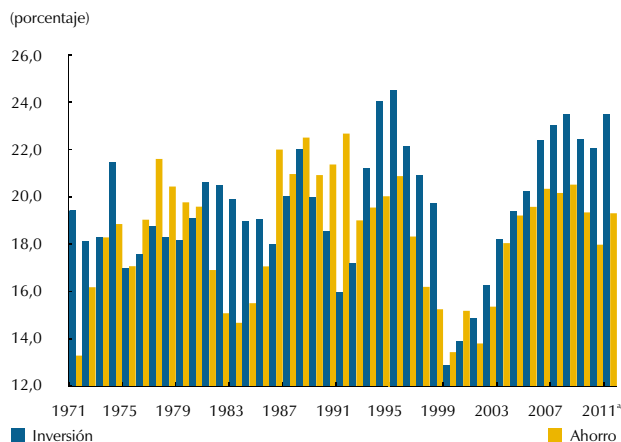
28 Dicho déficit se construye como la sumatoria de los balances de ahorro e inversión de todos los sectores institucionales que intervienen en la economía, medido por las cuentas nacionales: hogares, sociedades financieras y no financieras, GNC e instituciones sin ánimo de lucro que le sirven a los hogares. Las cuentas nacionales por sectores institucionales están de manera definitiva a 2008, preliminar a 2009 y provisional a 2010. Los cálculos para 2011 corresponden a estimaciones del Banco con cifras a precios corrientes de las cuentas nacionales del DANE.

**Gráfico 54**  
Déficit en cuenta corriente en Colombia: cuentas nacionales y balanza de pagos (BoP)



a/ Estimación del Banco de la República.  
Fuentes: DANE y Banco de la República.

**Gráfico 55**  
Ahorro e inversión como porcentaje del PIB



a/ Estimación del Banco de la República.  
Fuentes: DANE y Banco de la República.

comportamiento que fue más acentuado en los últimos cinco años. En 2011 la tasa de inversión alcanzó 24% del PIB, 10 pp más que la de 2001. Por su parte, la tasa de ahorro aumentó 6 pp en el mismo período, ubicándose en 19% durante el año pasado<sup>29</sup> (Gráfico 55).

Entre 2001 y 2005 el déficit se ubicó por debajo de 1%, período en el cual el Gobierno<sup>30</sup> tuvo un desbalance pronunciado entre ahorro e inversión, que fue atenuado por el superávit de los hogares y las empresas. En los siguientes seis años (2006 a 2011) el déficit se amplió, en un entorno en el cual el Gobierno mantuvo su desbalance alrededor de -1,3% y los hogares y las empresas comenzaron a tener un déficit cada vez más elevado.

Para estos últimos años el déficit del Gobierno ha estado acompañado de ingresos fiscales provenientes del petróleo, que han venido cobrando gran importancia debido al incremento de su precio y, en menor medida, por el aumento en la cantidad. Estos ingresos pasaron de representar cerca del 7% de los ingresos totales del GNC en 2005 a aproximadamente el 14% en 2011. En términos reales los ingresos tanto por impuestos de renta del sector extracción de petróleo y gas, como por las regalías y dividendos de Ecopetrol, han registrado una fuerte tendencia positiva, que se interrumpió temporalmente en 2009 como consecuencia de la crisis internacional y su consecuente efecto en el precio del petróleo (Gráfico 56).

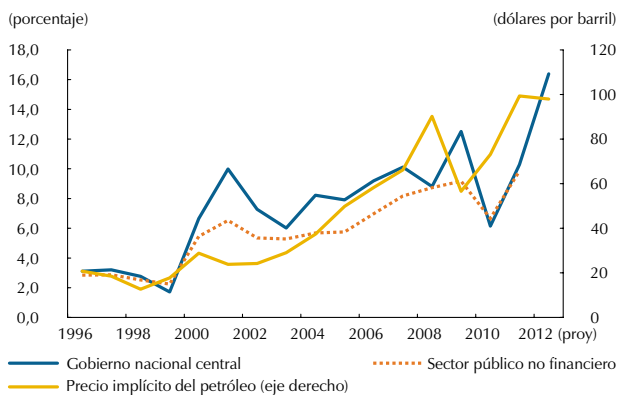
Para tener una mejor aproximación del comportamiento del sector privado, se separaron las empresas no financieras entre públicas y privadas; así, la cuenta corriente se dividió en los desbalances del Gobierno (GNC, más los entes territoriales y fondos de seguridad social), en los de las empresas no financieras públicas (Ecopetrol, ISA, entre otros<sup>31</sup>) y en el del sector

29 Estos cálculos difieren de los presentados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo por dos motivos: primero, porque en dicho documento se combinan las dos metodologías, utilizan la cuenta corriente de la balanza de pagos y, tomando la inversión de cuentas nacionales, despejan el ahorro. Por el contrario, el Banco sólo utiliza como fuente las cuentas nacionales. En segundo lugar, el Ministerio de Hacienda utiliza series a precios constantes para los cálculos mientras que el Banco usa las series a precios corrientes.

30 Este sector incluye el GNC y los entes territoriales más los fondos de seguridad social.

31 Según la definición del DANE, las empresas públicas corresponden a aquellas donde el Gobierno tiene más del 50% de la propiedad.

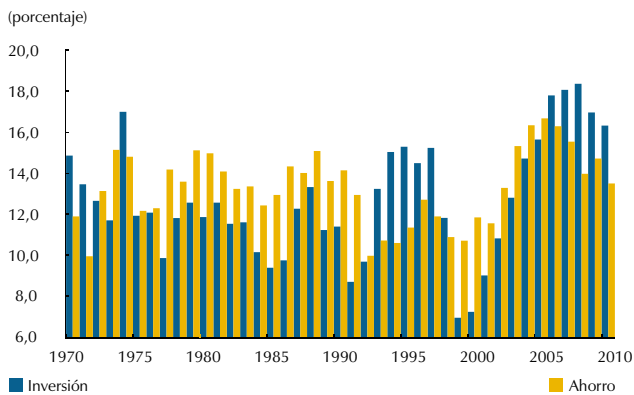
**Gráfico 56**  
Ingresos fiscales por petróleo sobre el total de ingresos



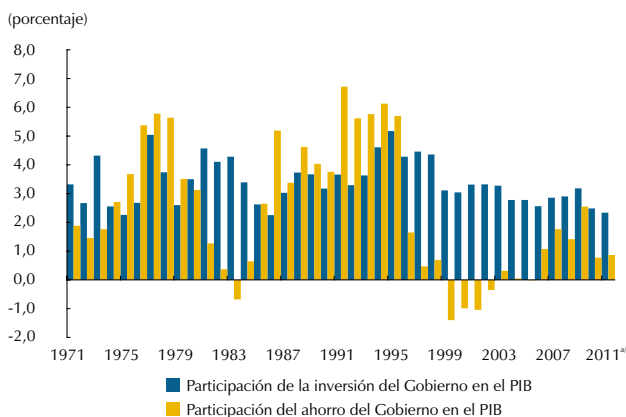
(proy): proyectado.  
Nota: en el caso del GNC se toma la suma de las utilidades de Ecopetrol y el impuesto de renta pagado por empresas petroleras. Para el SPNF a la cifra anterior se le adicionan las regalías.  
Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

**Gráfico 57**

**A. Ahorro e inversión del sector privado como porcentaje del PIB**



**B. Ahorro e inversión del Gobierno como porcentaje del PIB**



a/ Estimación del Banco de la República.  
Fuentes: DANE y Banco de la República.

privado, que incluye hogares más empresas no financieras privadas y empresas financieras<sup>32</sup> (Gráfico 57, panel A).

De la anterior división se extraen varias conclusiones. Desde 2005 la ampliación del déficit en la cuenta corriente ha estado asociada principalmente con el balance entre ahorro e inversión del sector privado. Con excepción de 2009, las empresas públicas no financieras<sup>33</sup> han mantenido un superávit en la cuenta corriente gracias al choque positivo en los precios del petróleo, lo que a su vez ha contribuido a mantener el déficit corriente del Gobierno. La fuerte ampliación del déficit del sector privado obedece a una mayor absorción, en parte como resultado de una mejora en el ingreso nacional. Esto se reflejó en una caída del ahorro registrada desde 2005, debido a un fuerte crecimiento del consumo. La inversión, por su parte, se ha mantenido en niveles altos (Gráfico 57, panel B).

**3. La cuenta corriente en 2012 y 2013 y riesgos de mediano plazo**

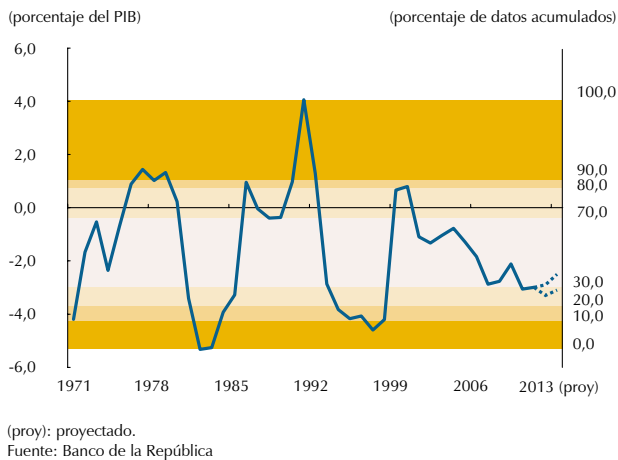
Como se explicó en el capítulo I, los pronósticos para 2012 de la cuenta corriente suponen un menor crecimiento de los socios comerciales, consistente con las perspectivas de contracción de la zona del euro. A esto se suma una proyección de expansión de la economía de los Estados Unidos por debajo de su promedio histórico y una moderación de la dinámica de los países emergentes. Todo ello implica una menor demanda externa que frenaría el importante aumento que registraron las exportaciones colombianas en 2011.

Para los precios internacionales de los principales productos que exporta el país se espera que en 2012 sus promedios sean menores que los registrados en 2011, reflejando así el débil desempeño de la economía mundial. A su vez, se proyecta que las importaciones presenten una dinámica menor a la que venían registrando en 2011. Lo anterior como consecuencia

32 Con esta desagregación no se cuenta con una estimación para 2011.

33 En estas cuentas Ecopetrol participa con cerca del 70%.

Gráfico 58  
Brecha de la cuenta corriente y sus percentiles



de una demanda interna menor que la esperada. En este sentido, el comportamiento de las importaciones compensaría parcialmente el menor crecimiento proyectado de las exportaciones. Las anteriores estimaciones dieron como resultado una revisión de los rangos de pronóstico de la cuenta corriente hacia un terreno menos deficitario (Gráfico 58).

Como se deduce de las anteriores secciones de este capítulo, la ampliación del déficit de la cuenta corriente se ha explicado en gran parte por unos precios elevados del petróleo y de otros bienes básicos que incrementaron los términos de intercambio. Esto, además de generar un superávit en el sector mineroenergético y petrolero, aumentó el ingreso nacional y estimuló la

absorción, especialmente en inversión, y en menor medida en consumo. La aceleración en este último gasto, apoyada también con crédito interno, hizo que el ritmo del ahorro no fuera suficiente para moderar la tendencia alcista del déficit.

En el anterior análisis hay que también enunciar algunos riesgos de las proyecciones de la cuenta corriente, así como la sostenibilidad de esta variable en el largo plazo. Su evolución dependerá en gran parte de si el choque al ingreso es percibido por los agentes como transitorio o permanente y si estas expectativas terminan materializándose.

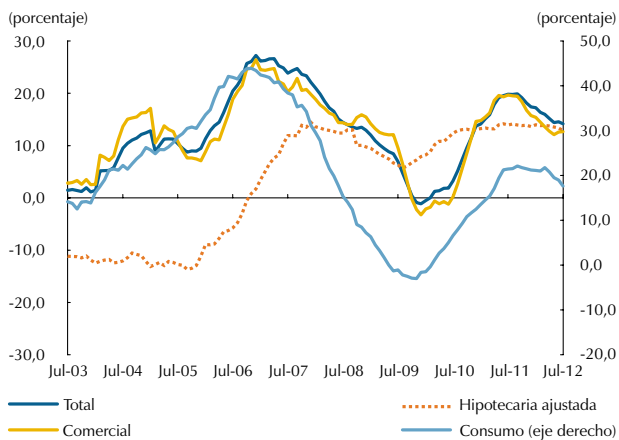
Ejercicios del equipo técnico llaman la atención sobre el anterior riesgo; es decir, de confundir un aumento transitorio de los términos de intercambio (que se traduce en mayores ingresos), con un aumento más persistente. Si se presenta una caída abrupta no prevista en los términos de intercambio, los agentes podrían verse forzados a disminuir fuertemente su consumo y su inversión, como consecuencia de haber gastado con anticipación mayores ingresos futuros no materializados. En este escenario podría presentarse una caída del producto y un cierre abrupto de la cuenta corriente.

Por el contrario, si se da una caída de los términos de intercambio, pero es anticipada, los agentes aumentarían el ahorro y generan una cuenta corriente menos volátil y sostenible. Con ello podrían disfrutar durante más tiempo de los efectos benéficos del incremento en los ingresos. En general, anticipar el choque les permite a los agentes suavizar su gasto frente a los mayores ingresos, de tal forma que las tasas de crecimiento de las variables no cambian mucho frente a aquellas del largo plazo<sup>34</sup>.

*De confundir un aumento transitorio de los términos de intercambio con un aumento más persistente, los agentes podrían verse forzados a disminuir fuertemente su consumo y su inversión.*

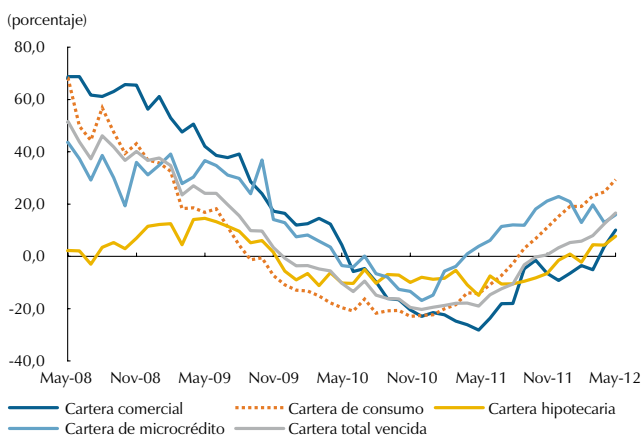
34 Los cambios en la tasa de interés de política también son menores. Véase el Informe sobre Inflación de marzo de 2011, p. 68.

Gráfico 59  
Crecimiento real de la cartera total  
(variación anual, promedio mensual, IPC sin alimentos)



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 60  
Crecimiento real de la cartera vencida  
(variación anual, IPC sin alimentos)



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

## B. CRÉDITO

Durante el segundo trimestre de 2012 la cartera bruta real continuó creciendo en términos anuales a tasas altas, 14,5% en promedio, aunque desacelerándose con respecto al primer trimestre, cuando se expandió 16,5% en promedio. Esto se explicó en especial por el crédito en moneda extranjera, que pasó de crecer 20,8% entre enero y marzo a 0,9% entre abril y junio. En moneda nacional aquel aumentó 0,9 pp menos durante el segundo trimestre, ubicándose en 15,4%.

Por tipo de cartera, la que presentó mayor aporte a dicha moderación fue la comercial, al pasar de 14,5% a 12,3% durante el primero y segundo trimestres de 2012. Por su parte, las carteras de consumo e hipotecaria (ajustada por titularizaciones) se desaceleraron 1,8 pp y 0,4 pp, respectivamente (Gráfico 59).

Lo anterior ha estado acompañado de un aumento de la cartera vencida (Gráfico 60), que ha crecido a tasas anuales superiores a la de la cartera total (a mayo el crecimiento real de la cartera vencida fue del 20%). Así, el indicador de cartera vencida pasó de 2,8% en diciembre a 3,3% en junio, a pesar de que la cartera en riesgo no presentó cambios significativos. Por tipo de cartera, la que más ha aportado a este aumento es la destinada al consumo; sin embargo, en términos históricos los indicadores de calidad de la cartera se pueden calificar como bajos.

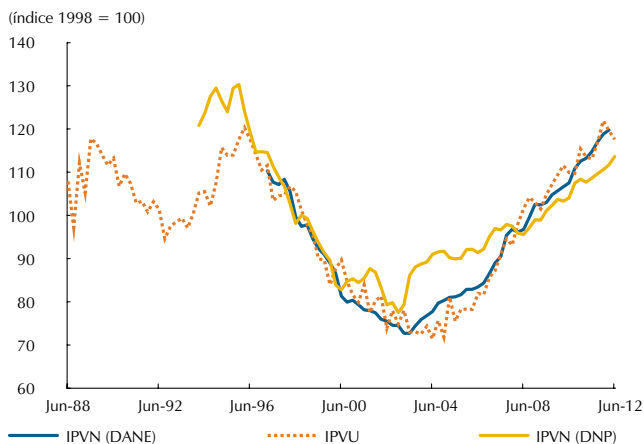
## C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

En el primer trimestre de 2012 los diferentes indicadores de precios de la vivienda continuaron con su tendencia alcista iniciada desde mediados de la pasada década (Gráfico 61, panel A). Así, a marzo del presente año el de la vivienda nueva (IPVN) y el de la usada (IPVU), ambos con relación al IPC, aumentaron en términos anuales, 5,8%, 4,0%, respectivamente. Con información para el segundo trimestre hasta mayo, el índice de precios de oferta en Bogotá reportado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) registró un crecimiento real anual de 4,6%. El único que cayó en términos trimestrales fue el IPVU (Gráfico 61, panel B). Cabe señalar que la serie del IPVU tiene una alta volatilidad, por lo que las variaciones trimestrales no necesariamente representan un cambio en su tendencia.

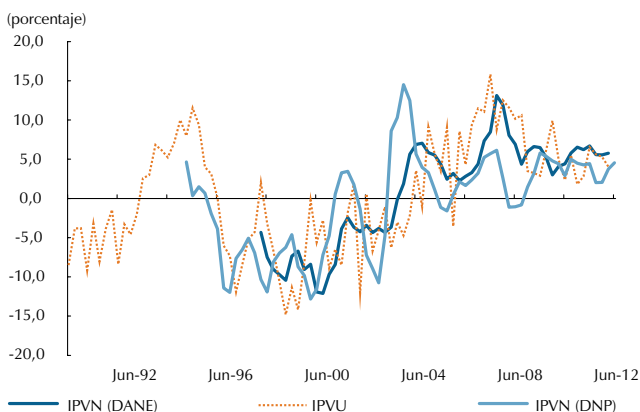
La dinámica de los precios de la vivienda difiere entre ciudades. Así, para Bogotá en los últimos cuatro años tanto el IPVU como el IPVN (del DANE) han

Gráfico 61

A. Precios de la vivienda relativos al IPC



B. Variación anual de los precios de la vivienda relativos al IPC



Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

presentado valorizaciones promedio importantes de 5,8% y 6,4%, respectivamente, superando ampliamente los registros previos a la crisis en el sector (Gráfico 62, panel A).

Por su parte, en Medellín, aunque los niveles de los índices difieren de manera significativa en los últimos años, en términos de tendencias son similares. Desde 2009 ambos indicadores registran crecimientos promedio del orden del 4% real anual, y en el caso del IPVU su nivel se acerca al máximo histórico. Por el contrario, en Cali el IPVU se sitúa todavía lejos de su mayor registro, con aumentos anuales recientes del orden de 0,5% y -1% real para el IPVN e IPVU en su orden<sup>35</sup>. Para otras ciudades en las que solo se dispone de información del DANE, se destacan las altas tasas para Barranquilla y Bucaramanga, donde se alcanzaron incrementos de 6,9% y 8,9% en promedio en los últimos cuatro años, respectivamente (Gráfico 62, panel B).

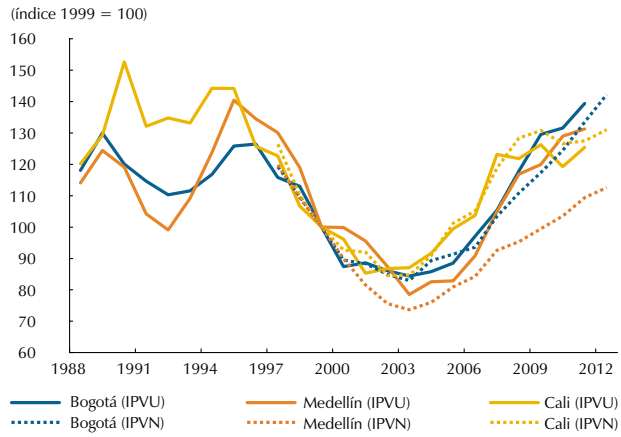
Como se ha mencionado en informes anteriores, el principal riesgo en este sector es que las expectativas sobre nuevos incrementos en los precios de la vivienda no terminen materializándose. En un contexto de alta confianza, buena dinámica de la demanda interna, mercado laboral favorable y fuertes entradas de capital, los agentes pueden pensar que el crecimiento de los precios en el sector inmobiliario continuará en el largo plazo. Ello puede llevar a que las familias aumenten su endeudamiento a niveles elevados, tanto en créditos hipotecarios como en consumo. De presentarse una caída abrupta no prevista en los precios de

la vivienda o en alguna variable que deteriore el ingreso de las familias, se puede llegar a una situación no sostenible y, por tanto, al no pago de los créditos, generando inestabilidad en el sistema financiero.

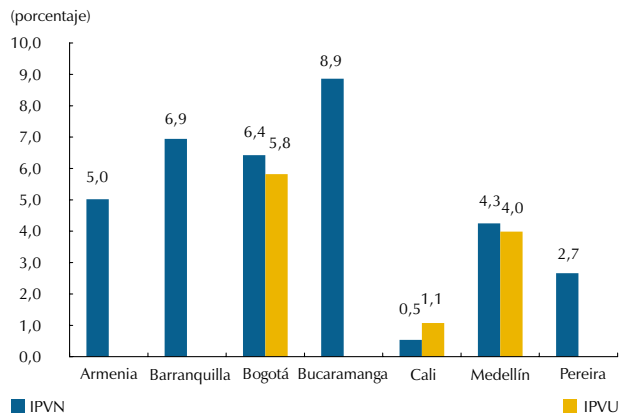
35 En el caso de Medellín el valor en 2011 del IPVU se encuentra 7% por debajo del mayor valor de la serie (1995). Para Cali, el nivel de 2011 es inferior en 22% con respecto al máximo histórico (1990).

Gráfico 62

A. Índices del precio de la vivienda relativos al IPC



B. Crecimiento anual promedio, 2009-2012<sup>a/</sup>



a/ Para 2012 se toma la variación anual observada en el primer trimestre.  
Fuentes: DANE y 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 2012 y 2013. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta julio de 2012.

### 1. Proyecciones para 2012

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,3% frente al 4,9% estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. De la misma forma, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 4,3%.

Cuadro A1  
Proyecciones para 2012

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
<b>Analistas locales</b>						
Alianza Valores	4,0	3,0	1.850	5,2	(1,8)	10,5
Anif <sup>a/</sup>	4,5	3,0	n.d.	5,0	(2,8)	10,3
Banco de Bogotá	4,2	2,8	1.780	5,0	(0,9)	11,2
Banco Santander <sup>b/</sup>	4,4	2,9	1.900	5,0	(2,0)	11,0
Bancolombiana <sup>a/</sup>	4,2	3,1	1.840	4,7	(2,3)	10,4
BBVA Colombia <sup>a/</sup>	4,1	3,0	1.800	5,0	(2,5)	10,7
Córcicolombiana <sup>a/</sup>	4,4	3,1	1.750	5,0	(2,4)	10,6
Corredores Asociados	4,5	3,0	1.796	4,7	(1,2)	9,8
Correval	4,6	3,2	1.850	4,9	(1,5)	9,9
Davivienda <sup>a/</sup>	4,1	2,8	1.805	5,0	(2,4)	10,4
Fedesarrollo	4,4	3,0	1.792	5,0	(0,9)	10,9
Interbolsa	4,6	3,0	1.975	5,0	(2,2)	10,0
Ultrabursátiles	4,5	3,2	1.820	5,3	n.d.	10,5
<b>Promedio</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>1.830</b>	<b>5,0</b>	<b>(1,9)</b>	<b>10,5</b>
<b>Analistas externos</b>						
Citi <sup>a/</sup>	4,0	3,2	1.850	5,0	(2,5)	11,0
Deutsche Bank	4,8	3,4	1.750	n.d.	(1,9)	9,4
Goldman Sachs	4,7	3,4	1.800	n.d.	(3,0)	n.d.
JP Morgan	3,5	3,2	n.d.	4,5	(2,2)	n.d.
<b>Promedio</b>	<b>5,1</b>	<b>3,5</b>	<b>1.783</b>	<b>5,4</b>	<b>(2,1)</b>	<b>9,7</b>

n.d. no disponible.

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

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2  
Proyecciones para 2013

	Crecimiento del PIB real	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de
	(porcentaje)		
<b>Analistas locales</b>			
Alianza Valores	4,4	4,2	1.830
Anif	4,8	3,3	n.d.
Banco de Bogotá	5,0	3,0	1.768
Banco Santander	4,4	3,3	1.852
Bancolombia	4,5	3,2	1.780
BBVA Colombia	4,4	3,2	1.810
Corficolombiana	4,8	3,3	1.700
Corredores Asociados	4,9	3,4	1.800
Correval	5,3	3,3	1.850
Davivienda	4,4	3,2	n.d.
Fedesarrollo	4,3	3,0	1.790
Interbolsa	5,3	3,2	1.796
Ultrabursátiles	4,5	3,2	1.800
<b>Promedio</b>	<b>4,7</b>	<b>3,3</b>	<b>1.798</b>
<b>Analistas externos</b>			
Citi	4,5	3,2	1.850
Deutsche Bank	4,8	3,1	1.730
Goldman Sachs	5,1	3,0	1.850
JP Morgan	4,5	3,5	n.d.
<b>Promedio</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>	<b>1.810</b>

n.d. no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

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

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de \$1.829 frente a \$1.798 por dólar estimada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$1.800 por dólar para el cierre de año.

Para la DTF los analistas locales proyectan valores promedio de 5,0%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,5%.

## 2. Proyecciones para el 2013

Para 2013 tanto analistas nacionales como extranjeros esperan un crecimiento económico promedio de 4,7%. Con respecto a la inflación, los analistas locales proyectan una de 3,3% y los extranjeros una de 3,2%. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de \$1.798 y \$1.810 por dólar, respectivamente.