



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2011

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2011*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 29 de julio de 2011.

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

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Coyuntura internacional	15
B. Balanza de pagos en Colombia	24
Recuadro 1: Dinámica reciente de las exportaciones colombianas	28
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	32
A. El PIB en el primer trimestre de 2011	32
B. Pronóstico de corto plazo del PIB	35
Recuadro 2: Destino sectorial de las importaciones en 2011	40
III. Desarrollos recientes de la inflación	43
A. La inflación básica	45
B. La inflación de alimentos	47
Recuadro 3: ¿Qué nos dicen los índices de confianza?	49
IV. Pronósticos de mediano plazo	52
A. Crecimiento económico	52
B. Inflación	55
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica de largo plazo	61
A. Evolución de los precios de los activos	62
B. Evolución reciente del crédito bancario	63
Recuadro 4: ¿Auge crediticio? Evidencia desde los agregados macroeconómicos y del sistema financiero	67
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	72

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	PIB real de los Estados Unidos	17
Gráfico 2	Tasa de desempleo para algunas economías europeas	17
Gráfico 3	Crecimiento anual del PIB para algunos países de América Latina, primer trimestre de 2011	19
Gráfico 4	<i>Credit default swap</i> de algunos países de Europa a 5 años	19
Gráfico 5	<i>Credit default swap</i> de algunos países de América Latina a 5 años	21
Gráfico 6	Índice de tasas de cambio en algunos países de América Latina	21
Gráfico 7	Índice de precios de alimentos de la FAO	21
Gráfico 8	Precio del petróleo WTI	21
Gráfico 9	Inflación en las economías desarrolladas	22
Gráfico 10	Inflación en algunas economías de América Latina	22
Gráfico 11	Exportaciones totales	26
Gráfico 12	Exportaciones industriales sin productos básicos	26
Gráfico 13	Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador y resto	26
Gráfico 14	Importaciones de bienes (FOB)	27
Gráfico 15	Producto interno bruto	32
Gráfico 16	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	35
Gráfico 17	Ventas del comercio al por menor	36
Gráfico 18	Tasas de interés reales de los hogares	36
Gráfico 19	Empleo por tipo de ocupación	37
Gráfico 20	Tasa de desempleo (TD)	37
Gráfico 21	Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo	37
Gráfico 22	Tasas reales de interés comerciales	38
Gráfico 23	Utilización de capacidad instalada (UCI)	38
Gráfico 24	Índice de producción industrial sin trilla de café	39
Gráfico 25	Índice de confianza industrial y crecimiento anual del índice de producción industrial (IPI)	39
Gráfico 26	Imaco: líder 5 meses del PIB	39
Gráfico 27	Inflación total al consumidor	43
Gráfico 28	Indicadores de inflación básica	45
Gráfico 29	Inflación anual de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	46
Gráfico 30	Inflación anual de regulados y sus componentes	46
Gráfico 31	Inflación anual de no transables	46
Gráfico 32	Tiempo promedio para arrendar un inmueble residencial	47
Gráfico 33	Promedio de incremento en el canon de arrendamiento de las viviendas desocupadas que se volvieron a arrendar	47
Gráfico 34	Salarios nominales	47
Gráfico 35	IPP total	48
Gráfico 36	Inflación anual de alimentos	48
Gráfico 37	Inflación anual de alimentos por grupo	48
Gráfico 38	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	54
Gráfico 39	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	54
Gráfico 40	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	55

Gráfico 41	<i>Break-even inflation</i> a 2, 3, 5 y 10 años	57
Gráfico 42	Inflación observada y expectativas de inflación	58
Gráfico 43	Pronósticos de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa	58
Gráfico 44	<i>Fan chart</i> de la inflación total	59
Gráfico 45	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	59
Gráfico 46	Índices de precios reales de vivienda	63
Gráfico 47	Ahorro e ingreso de los hogares y cartera total	63
Gráfico 48	IGBC	63
Gráfico 49	Variación anual del IGBC y percepción del país según encuesta de Fedesarrollo	64
Gráfico 50	IPVU y buen momento para compra de vivienda	64
Gráfico 51	Cartera brutal total	64
Gráfico 52	Tasa de interés activa real	64
Gráfico 53	Variación de crédito comercial	65
Gráfico 54	Endeudamiento de las empresas	65
Gráfico 55	A. Variación del crédito de los hogares	66
	B. Composición del crédito de los hogares	66
Gráfico 56	M2/PIB	66

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento económico para 2011	16
Cuadro 2	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	24
Cuadro 3	Pronósticos para los bienes básicos exportados por Colombia	25
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	33
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	35
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	44

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En junio de 2011 la inflación anual al consumidor aumentó por segundo mes consecutivo y se situó en 3,23%, cifra superior tanto al pronóstico del equipo técnico del Banco de la República como a lo proyectado por el promedio del mercado. En la primera mitad del año el crecimiento acumulado del IPC ascendió a 2,53%, registro similar al observado en igual período de 2010.

En el segundo trimestre de 2011 el incremento de la inflación se explicó principalmente por el comportamiento en el precio de los alimentos, especialmente por el de los perecederos, oferta de productos que se vio afectada por el fenómeno climático de La Niña.

Entre marzo y junio de 2011 el cambio anual del IPC sin alimentos se mantuvo relativamente estable. Durante el trimestre las otras tres medidas de inflación básica presentaron un incremento lento pero continuo. A junio las cuatro medidas de inflación básica permanecieron dentro del rango meta de inflación (de 2% a 4%), y su media se ubicó cerca del punto medio de dicho rango.

Dentro del IPC sin alimentos, la variación anual de los bienes y servicios no transables a junio se situó en 3,83%, cifra superior en 43 pb que el registro de marzo. Los transables, por su parte, descendieron en junio 0,13% anual, tasa negativa similar a las observadas en abril y mayo. La desaceleración en el grupo de regulados, desde 6,41% anual en marzo a 5,96% anual en junio, compensó los mayores ritmos de crecimiento de los no transables, y contribuyó para que la variación anual del IPC sin alimentos permaneciera relativamente estable.

Durante el segundo trimestre las diferentes medidas de expectativas de inflación con horizontes inferiores o iguales a tres años se mantuvieron dentro del rango meta de inflación. Las expectativas a más largo plazo (cinco y diez años), que a marzo se encontraban por encima de límite superior del rango meta, descendieron y a inicios de julio ya se situaban dentro del intervalo meta de inflación.

En materia de crecimiento económico, el aumento anual del PIB del primer trimestre de 2011 (5,1%) se situó en la parte superior del rango de pronóstico publicado

en el pasado *Informe sobre Inflación* (entre 3,9% y 5,5%). La demanda interna fue más dinámica que lo esperado, principalmente por el fuerte consumo privado y la inversión diferente de obras civiles. Las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa, ya que, a pesar de que las exportaciones crecieron a un buen ritmo, las importaciones lo hicieron a una tasa mayor. Otro aspecto importante que se conoció fue la revisión al alza del consumo de todo 2010.

Por el lado de la oferta, el sector de servicios financieros fue el que más contribuyó al crecimiento del PIB del primer trimestre, debido en parte a su alta ponderación dentro de las cuentas nacionales. También se presentaron importantes expansiones en sectores como el comercio, la minería y la agricultura, todos a tasas anuales superiores al 7%. La industria creció 5,1% anual y solo los sectores de construcción (por obras civiles), junto con los de electricidad, gas y agua, registraron contracciones anuales.

Para el segundo trimestre de 2011 los indicadores de actividad económica sugieren que el crecimiento sería similar al del primero. Por el lado del consumo, este habría mostrado un dinamismo incluso superior al observado al inicio del año. En primer lugar, el índice de confianza de los consumidores, medido por Fedesarrollo, se recuperó notablemente en junio después de las caídas registradas en abril y mayo. Las ventas del comercio al por menor (con y sin vehículos) continuaron mostrando tasas de aumento anuales importantes. Además, las importaciones de bienes de consumo en dólares crecieron a tasas elevadas. El crédito de consumo, por su parte, continuó acelerándose y a junio su tasa de incremento real ya superaba el 20%.

La mejora en el mercado laboral también estaría explicando el buen desempeño del consumo. En el segundo trimestre la generación de empleo se aceleró, sustentada en trabajos asalariados y formales. Ello, además, se reflejó en reducciones de las tasas de desempleo y de subempleo.

Para el segundo trimestre también se espera un buen desempeño en la inversión, como se infiere del comportamiento de las importaciones de bienes de capital, que crecieron 59% en el promedio de abril y mayo. Adicionalmente, las Carteras comercial e hipotecaria continuaron registrando aumentos importantes en el segundo trimestre.

El buen comportamiento de la inversión y del consumo se ha dado en un contexto de tasas de interés reales de crédito históricamente bajas. A junio, las tasas de crédito de consumo, comercial, ordinario y preferencial se situaban por debajo de su promedio calculado desde 1998. Las de tarjeta de crédito muestran un nivel similar a su media.

Por el lado de la oferta también se presentaron señales positivas. En la industria, si bien el crecimiento de la producción en mayo (4,3%) resultó por debajo de lo esperado, su tendencia sigue positiva. En la construcción las licencias mostraron un fuerte aumento en los meses de abril y mayo con una tasa de crecimiento promedio anual de 86%.

Los buenos ritmos del crecimiento del crédito hipotecario y el fuerte incremento en las licencias de construcción se han dado al tiempo con unos precios de la vivienda nueva y usada que continúan aumentando. A marzo de 2011 el índice de precios de vivienda usada (IPVU) volvió a incrementarse y se ubicó cerca de su máximo histórico registrado en 1995.

En cuanto a la demanda externa, al momento de redactar este informe la actividad de la economía mundial se había deteriorado, principalmente por el desastre natural de Japón y por la pérdida de la confianza asociada con los problemas de deuda pública en los Estados Unidos y en Europa. En el corto plazo las necesidades de ajuste fiscal en esas economías podrían afectar su desempeño y complicar aún más su panorama laboral. Así, para lo que resta del año y para 2012 las economías desarrolladas enfrentan perspectivas de crecimiento limitadas, con expansiones probablemente inferiores a su promedio histórico.

En contraste, los países emergentes continúan creciendo a un buen ritmo después de haber atravesado con éxito la crisis de 2008. Aunque en algunos países asiáticos se presentaron indicios de desaceleración económica en el segundo trimestre, su ritmo de crecimiento sigue siendo alto. En América Latina varios socios comerciales de Colombia continúan expandiéndose a tasas elevadas.

A pesar de que en junio se observó una leve reducción en los precios internacionales de los principales productos básicos que exporta Colombia, sus niveles aún son superiores al promedio del primer semestre de 2011 y de todo 2010. En el mismo mes los términos de intercambio continuaron muy cerca del registro histórico más elevado de la serie.

Los elevados precios internacionales de los productos básicos llevaron a que las exportaciones colombianas en dólares crecieran en lo corrido del año a mayo a una tasa anual de 36%. Este comportamiento se explicó fundamentalmente por un crecimiento de 48% de las ventas externas de los principales productos básicos (petróleo y sus derivados, ferróníquel, carbón, café, oro, banano y flores). Para este mismo periodo las demás exportaciones aumentaron en 6%.

Al igual que otras monedas de la región, en el segundo trimestre de 2011 el peso colombiano se apreció. Ello se dio en un contexto de precios internacionales de productos básicos elevados, disminuciones de las primas de riesgo de las principales economías de la región, importantes flujos de capitales hacia las economías emergentes y un debilitamiento generalizado del dólar.

Para el segundo semestre del año, si no se profundiza la crisis en los países desarrollados, los fundamentales externos, tales como términos de intercambio favorables, elevados flujos de inversión extranjera directa, y un crecimiento relativamente bueno de los socios comerciales, pueden seguir mejorando el ingreso nacional e impulsando la actividad económica del país. En el frente interno se espera una mejoría en el desempeño del consumo público y de la inversión en obras civiles, que se sumaría a un buen comportamiento de la demanda privada. Así, es

probable que el crecimiento del PIB para todo 2011 esté impulsado principalmente por la demanda interna y en menor medida por la demanda mundial.

Por lo anterior, el equipo técnico incrementó el rango de pronóstico del PIB para 2011 a un intervalo entre 4,5% y 6,5%. Según esta estimación, en el segundo semestre del presente año la brecha de producto entraría a terreno positivo.

Teniendo en cuenta todos estos factores y los rezagos con los que las acciones de política monetaria afectan el gasto agregado y la inflación, la Junta Directiva del Banco de la República consideró apropiado y prudente continuar reduciendo de manera gradual el estímulo monetario. Así, decidió incrementar la tasa de interés de referencia en un cuarto de punto porcentual en cada uno de los meses de mayo, junio y julio, lo que la aumentó de 3,75% a 4,50%. Además, en la reunión de mayo también decidió extender su programa de compras de reservas internacionales. Así, el Banco de la República comprará al menos USD20 millones (m) diarios hasta por lo menos el 30 de septiembre de 2011.

Los aumentos en la tasa de intervención apuntan a mantener la inflación dentro del rango meta de este año y el siguiente, y contribuyen a evitar futuros crecimientos no sostenibles o desequilibrios financieros. La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de la situación internacional, del comportamiento y proyecciones de la inflación, el crecimiento, y el comportamiento de los mercados de activos, y reitera que la política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

Junta Directiva del 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

Anderson Grajales

Daniel Parra

José David Pulido

Rafael Puyana

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

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

Los altos precios internacionales de principio de año, el desastre natural de Japón y los problemas de deuda pública en Europa y los Estados Unidos afectaron la confianza y el comportamiento de las economías desarrolladas.

Aunque las autoridades europeas y estadounidenses han tomado medidas para afrontar los problemas de deuda pública, la volatilidad en los mercados no sugieren mucha credibilidad.

Durante el primer trimestre del año el déficit en cuenta corriente se amplió en relación con el mismo período de 2010. Para el resto del año y para 2012 se espera que esta dinámica continúe.

A. COYUNTURA INTERNACIONAL

1. Actividad real

Desde el pasado informe trimestral la actividad económica en los países industrializados tendió a deteriorarse. Esto ha sido consecuencia del alza en el precio del petróleo en los primeros cuatro meses del año, del desastre natural del Japón y de la reducción de la confianza de empresarios y consumidores, en parte, debido a los problemas de deuda que enfrentan los Estados Unidos y Europa. Si bien los efectos de los dos primeros choques podrían comenzar a desaparecer en la segunda mitad del año, los problemas de confianza seguirán presentes por más tiempo, afectando el desempeño de las demandas privada y pública e impidiendo una recuperación rápida de las condiciones laborales.

La actividad económica en los países industrializados se deterioró en el segundo trimestre del año.

En contraste, los países emergentes siguieron creciendo a buen ritmo en estos últimos seis meses gracias al impulso de sus demandas internas y de los altos términos de intercambio. Como se temía, en varios de ellos se comenzaron a

presentar señales de recalentamiento, que han requerido la adopción de medidas de ajuste fiscal y monetario, cuyos efectos podrían sentirse en la segunda mitad del año y, sobre todo en 2012. Pese a ello, en este informe no se anticipa una recaída importante en la actividad económica en dichas economías, siempre y cuando la situación en los países industrializados no se deteriore marcadamente.

El crecimiento desequilibrado de la economía mundial está reflejado en la evolución de los pronósticos de los analistas y del Fondo Monetario Internacional (FMI) para diferentes zonas económicas. En los últimos meses estos se han reducido para los Estados Unidos, Japón, Italia y la Europa periférica (España, Portugal, Irlanda y Grecia), pero aumentaron en el caso de Alemania, Francia, las economías emergentes y la economía mundial en su conjunto (Cuadro 1). Para los Estados Unidos y varios países europeos se anticipa un crecimiento modesto y no se descarta algún retroceso.

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento económico para 2011

	Consenso analistas				FMI	
	Abril	Mayo	Junio	Julio	Abril	Junio
Mundo	3,6	3,6	3,6	3,5	4,4	4,3 ^{a/}
Estados Unidos	3,0	2,9	2,8	2,6	2,9	2,6
Japón	0,9	0,5	(0,2)	(0,5)	1,4	(0,7)
Zona del euro	1,8	1,8	1,9	2,0	1,6	2,0
Francia	1,7	1,7	1,9	2,0	1,6	2,1
Alemania	2,7	2,8	3,1	3,3	2,5	3,2
Italia	1,1	1,1	1,0	0,9	1,1	1,0

a/ Cifras ajustadas por PPA.
Fuentes: Consensus Forecast y FMI.

El desempeño económico en los últimos meses ha sido particularmente decepcionante en el caso de los Estados Unidos. El optimismo generalizado de los primeros meses del año se ha disipado gradualmente en la medida en que surgen noticias sobre menores perspectivas en el mercado laboral, un mercado de vivienda estancado y una desaceleración en el consumo de los hogares. Así, por ejemplo, entre abril y junio la creación de empleo neta promedio fue de 87.000 puestos de trabajo, dato inferior en 79.000 al reportado durante los primeros tres meses del año. Estas cifras estuvieron acompañadas por un aumento en la tasa de desempleo, que interrumpió la tendencia decreciente de comienzos del año, pasando de 8,8% en marzo a 9,2% en junio. Por su parte, el mercado de vivienda aún no muestra señales de recuperación: los precios se mantienen en niveles bajos, similares a los observados en abril de 2003, la demanda continúa deprimida y la construcción no parece despegar.

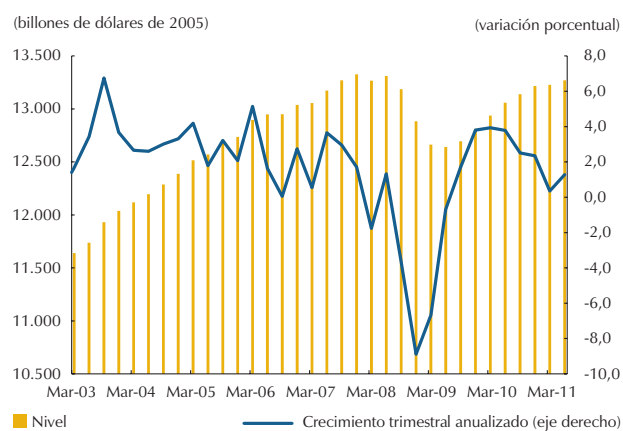
Estas circunstancias, unidas a los altos precios de la gasolina que imperaron durante los primeros meses de este año, provocaron una disminución de la ya débil

Los altos precios de la gasolina y la baja recuperación en el mercado laboral continuaron afectando el consumo en los Estados Unidos.

confianza de los consumidores y frenaron el consumo de los hogares en el segundo trimestre. A esto se sumó un gasto del Gobierno que restó a la expansión de la demanda agregada debido a las restricciones fiscales. Los motores de crecimiento se concentraron en la demanda externa, como lo demuestra el avance significativo de las exportaciones reales en el primero y segundo trimestres de año, y la inversión privada no residencial. Por el lado de la oferta, la actividad manufacturera también creció en los últimos meses, pese a la desaceleración de mayo, lo que

se atribuye en parte a la interrupción en la cadena de suministros debido a los problemas generados por el tsunami en Japón.

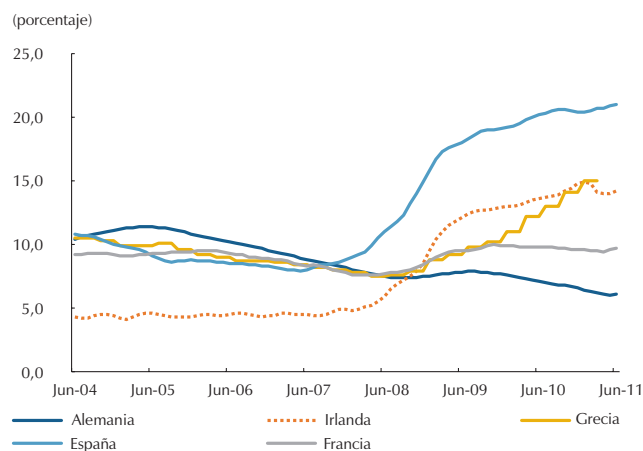
Gráfico 1
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Todo lo anterior apunta a un crecimiento económico modesto en los Estados Unidos para el segundo trimestre del año¹ (Gráfico 1). Para el tercero y cuarto trimestres se confía en un mayor dinamismo económico tan pronto sea superado el choque en Japón, lo que debe permitir una mayor expansión de la producción manufacturera. Estas previsiones también suponen que la reducción de los precios internacionales del petróleo que se observó en mayo deberá incentivar la demanda agregada en ese país, al restablecer el poder adquisitivo de los ingresos de los consumidores y ayudar a recuperar su confianza. El único rubro de la demanda que debería mantener su aporte negativo es el gasto del Gobierno, dados los serios problemas presupuestarios que se presentan en la actualidad.

Gráfico 2
Tasa de desempleo para algunas economías europeas



Fuente: Eurostat.

En cuanto a las economías europeas, la actividad industrial en Alemania y Francia sigue expandiéndose a un buen ritmo, lo cual ha repercutido en una disminución en las tasas de desempleo, especialmente en Alemania (Gráfico 2). Dada la alta participación en la producción total de la zona del euro de estos dos países (48%), los pronósticos de los analistas para el crecimiento de la región han mejorado. Estas perspectivas más alentadoras, sin embargo, han sido empañadas de nuevo por los problemas de deuda de los países de la periferia (Italia, España, Portugal, Irlanda y Grecia).

La debilidad que exhiben las economías desarrolladas aún no impacta el desempeño de los países emergentes,

1 Cuando se redactaba este informe se dio a conocer la cifra de crecimiento del PIB para los Estados Unidos en el segundo trimestre del 2011. La expansión trimestral anualizada fue de 1,3%, dato inferior al esperado por el mercado y a los pronósticos contemplados en este informe. Esta menor dinámica fue acompañada por la revisión anual en la metodología del PIB, la cual corrigió fuertemente a la baja los datos del primer trimestre de 2011 y de los tres años anteriores. Los pronósticos que se reportan en este informe no incluyen esta última información.

Las discrepancias en términos de actividad económica continúan presentes en la zona del euro.

los cuales continuaron expandiéndose a un ritmo favorable y en algunos casos continuaban acelerándose, según lo sugieren varios indicadores sectoriales. Como lo señala el FMI, varias economías han comenzado a mostrar una ampliación en el déficit en cuenta corriente, con un crecimiento acelerado del crédito a los consumidores, el cual acumula cerca de dos años, lo que aumenta los riesgos de un gasto interno excesivo e insostenible.

En el grupo de las economías emergentes, China claramente sigue liderando el crecimiento, con una expansión de su producto de 9,5% anual durante el segundo trimestre de 2011. Esta cifra es superior a la esperada por el mercado, pero un poco inferior a la registrada en los primeros tres meses del año (9,7%). Desde hace varios meses el mercado viene contemplando menores perspectivas para este país, debido a los efectos que puede tener la política monetaria más restrictiva que se adelanta para contener las presiones inflacionarias. Desde mayo ya se empezó a observar una desaceleración en su actividad industrial, lo que podría atribuirse a la adopción de dicha estrategia.

En este sentido, durante los últimos meses varios analistas han comenzado a alertar sobre la existencia de una posible burbuja en los precios de la vivienda en las principales ciudades de China. Por tal razón, el Gobierno ha decidido intervenir el mercado de finca raíz con el fin de evitar movimientos abruptos en sus precios, que puedan afectar negativamente el crecimiento y la estabilidad financiera. Aunque todavía no hay un consenso sobre la situación del mercado y las alarmas podrían ser infundadas o prematuras, es conveniente no perder de vista el desarrollo de esta situación, pues un problema en el sector inmobiliario podría generar consecuencias imprevistas sobre el desempeño general de China. Debe tenerse en cuenta que el sector de la construcción ha tenido una importancia y un protagonismo sobresalientes en la expansión económica de los últimos diez años.

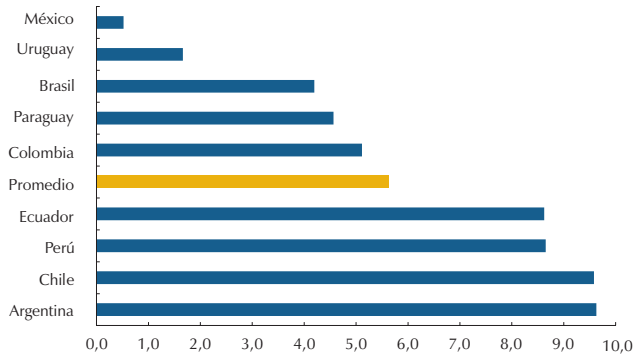
Para el resto de economías emergentes de Asia la actividad industrial continuó creciendo, pese a la desaceleración registrada en mayo, causada por el desastre natural de Japón. Según la información disponible más reciente, en términos anuales la producción industrial en mayo creció 5,6% en India; para el caso de Corea del Sur y Taiwán, los datos a junio evidenciaron expansiones anuales de 6,4% y 3,6%, respectivamente.

Respecto a las economías de América Latina², estas crecieron en promedio 5,6% durante los primeros tres meses del año, en relación con el mismo período de 2010, siendo Argentina, Chile, Perú y Ecuador las de mayor dinamismo (Gráfico 3). En este grupo de países es importante destacar el comportamiento de Ecuador, cuya economía se ha acelerado en los últimos trimestres, lo cual podría llevar a un incremento de la demanda de nuestros productos exportables.

Las economías emergentes siguieron expandiéndose a un ritmo favorable.

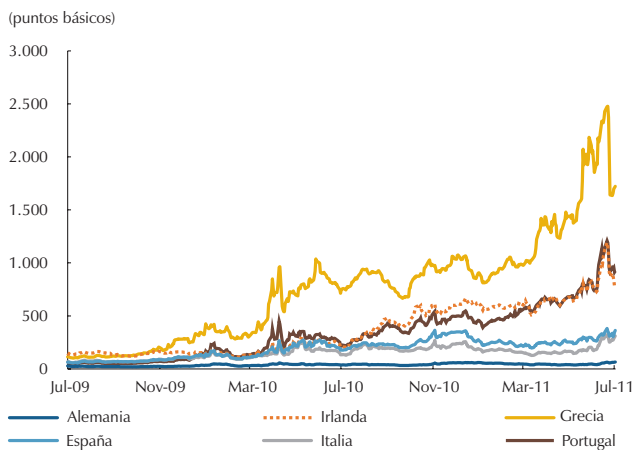
² Para el cálculo del crecimiento promedio de la región se consideraron las economías de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Gráfico 3
Crecimiento anual del PIB para algunos países de América Latina, primer trimestre de 2011 (porcentaje)



Fuente: Datastream.

Gráfico 4
Credit default swap de algunos países de Europa a 5 años



Fuente: Bloomberg.

2. Mercados financieros

Durante el segundo trimestre de 2011 los mercados internacionales permanecieron atentos a la situación de los países más endeudados de Europa y a los indicadores de actividad real de los Estados Unidos. El nerviosismo sobre la sostenibilidad de la deuda pública de Grecia, Portugal e Italia se acrecentó en los últimos meses, a lo que se sumaron las dudas sobre la capacidad de un crecimiento sostenido en los Estados Unidos.

Pese a la aprobación de un nuevo plan de salvamento para Grecia, acompañado de nuevas medidas de austeridad fiscal, las calificadoras de riesgo redujeron nuevamente las notas de su deuda soberana y la prima de riesgo país continuó aumentando. Esta situación se extendió a los otros cuatro países con problemas de deuda, incluyendo Italia, economía que hasta mayo había sido la menos afectada. En efecto, en las primeras semanas de julio Italia emitió deuda pública a mediano y largo plazos a unas tasas superiores a las de años atrás (Gráfico 4).

La alta volatilidad en los mercados internacionales y la tendencia a la baja en la rentabilidad de los activos externos evidencian la poca credibilidad que tienen los inversionistas en los planes de salvamento y de ajuste fiscal de los países europeos. Esto es evidente en el caso de Grecia, donde se considera improbable que la economía asimile rápidamente el impacto de los programas de ajuste requeridos por el FMI y el Banco Central Europeo (BCE) en los tiempos estipulados.

De acuerdo con numerosos analistas, de no ser suficientes los recursos para solventar la deuda de Grecia, esta tendría que declarar una cesación de pagos, lo cual sería un nuevo golpe a los mercados financieros internacionales, en especial los europeos.

De no solucionarse los problemas de deuda soberana en aquellos países europeos, podría haber consecuencias sobre la estabilidad financiera del mundo dada la exposición del sector bancario de varios países a estos papeles. De acuerdo con las pruebas más recientes de estrés financiero para los bancos europeos (julio de 2011), se evidenció que ocho de los noventa bancos estudiados tienen un nivel de capitalización inferior al requerido, dada su alta exposición a títulos con niveles de riesgos considerables (como los emitidos por los países en problemas). Hay que mencionar que el mercado cree poco en los resultados de estas pruebas, pues estas no contemplan una profundización de la crisis de la deuda soberana.

El nerviosismo sobre la sostenibilidad de la deuda pública en la periferia europea aumentó en los últimos meses.

Los tres escenarios de pronóstico, presentados más adelante, suponen que los planes de salvamento que cobijan a los países más endeudados de la zona del euro funcionan, en particular el de Grecia, y que ninguno de estos países tiene que reestructurar su deuda. Sin embargo, los riesgos de que esto no suceda son crecientes y las consecuencias de un suceso como este para la estabilidad económica de la zona del euro y para el crecimiento mundial pueden ser considerables y en todo caso difíciles de cuantificar. En apariencia, los mercados ya han empezado a contemplar esta posibilidad³.

Los problemas de deuda soberana también comenzaron a extenderse a los Estados Unidos, donde el cumplimiento de los vencimientos a partir de agosto depende de la ampliación del techo de endeudamiento del gobierno federal y de un ajuste importante del déficit fiscal para los próximos años. En este informe se supone que los Estados Unidos no tendrán problemas para refinanciar su deuda a través del mercado⁴. Sin embargo, cuando se redactaba este informe, y antes de conocer la noticia de S&P sobre la reducción en la calificación de riesgo de la deuda soberana de los Estados Unidos, los *credit default swaps* (CDS) mostraban una tendencia creciente desde mayo, evidenciando un aumento en la percepción de riesgo de dicho país⁵.

La incertidumbre en aumento y las menores perspectivas de crecimiento en los Estados Unidos y China también golpearon los precios de las acciones en muchos mercados. Por ejemplo, en los Estados Unidos los principales índices bursátiles, que para finales de abril acumulaban retornos superiores al 8%, en julio terminaron con ganancias acumuladas de 4,9% y 2,75%, para el caso del Dow Jones y el S&P 500, respectivamente. De forma similar, los índices accionarios europeos presentaron una disminución significativa en los últimos meses: el Euro Stoxx pasó de un retorno acumulado de 7,6% para finales de abril a un rendimiento acumulado de -4,4% para finales de julio.

Las dudas sobre un crecimiento sostenido en los Estados Unidos se acrecentaron en el segundo trimestre, a lo que se le sumó el debate sobre el límite de endeudamiento público.

Pese a la turbulencia internacional, para el caso de las economías latinoamericanas las perspectivas de riesgo permanecieron bajas y estables, gracias a los buenos resultados de la actividad económica. No obstante, en Perú se evidenció una subida significativa de la prima de riesgo durante la reciente contienda electoral, la cual se revirtió parcialmente en junio y las primeras semanas de julio (Gráfico 5).

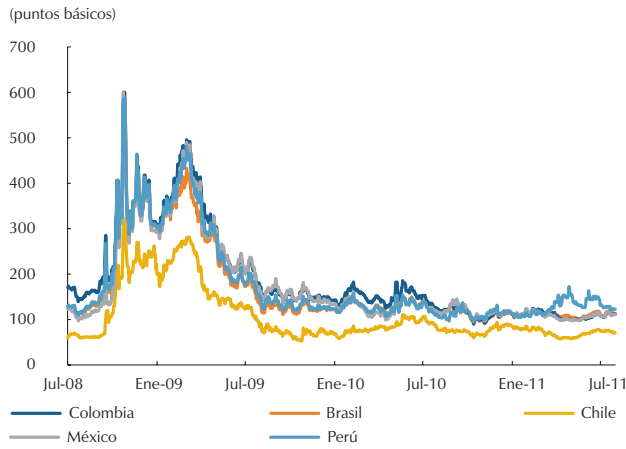
Las tasas de cambio de la región siguieron reflejando la confianza de los mercados en estas economías, así como la debilidad generalizada del dólar estadounidense.

3 Así, por ejemplo, el Citi Group en su informe global del 20 de julio de 2011 considera que eventualmente habrá una reestructuración importante de la deuda griega (con fuertes pérdidas para los inversionistas) y que, incluso, este riesgo también se materializaría en el caso de Irlanda y Portugal (Citi Group, *Global Economic Outlook and Strategy*, 20 de julio de 2011).

4 Cuando se redactaba este informe el congreso de los Estados Unidos incrementó el techo del endeudamiento del gobierno federal para lo que resta de 2011.

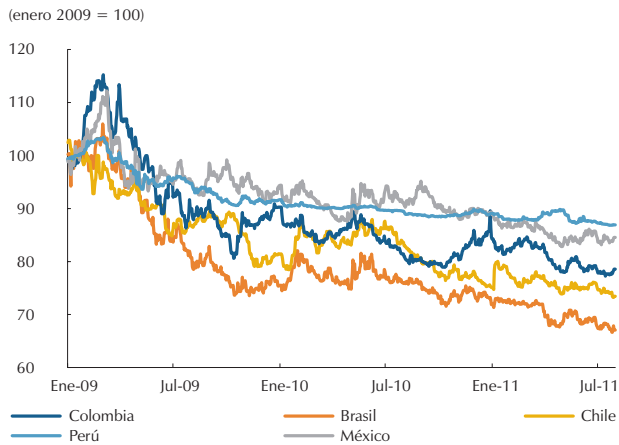
5 El 5 de julio la calificadora Standard and Poor's disminuyó la nota crediticia de los Estados Unidos de AAA a AA+. Los escenarios contemplados en este informe no consideran un aumento considerable en el riesgo país estadounidense.

Gráfico 5
Credit default swap de algunos países de América Latina a 5 años



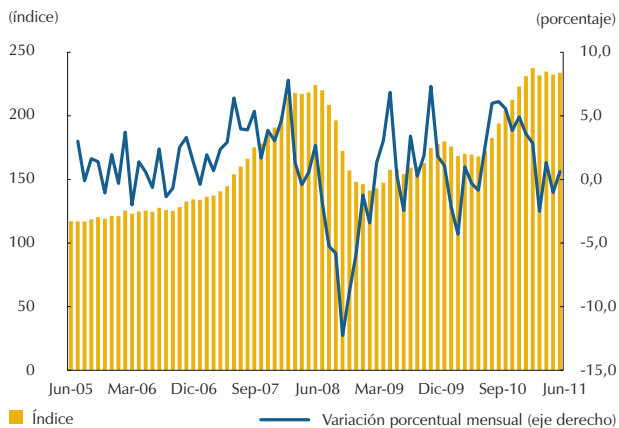
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6
Índice de tasas de cambio en algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7
Índice de precios de alimentos de la FAO



Fuente: FAO.

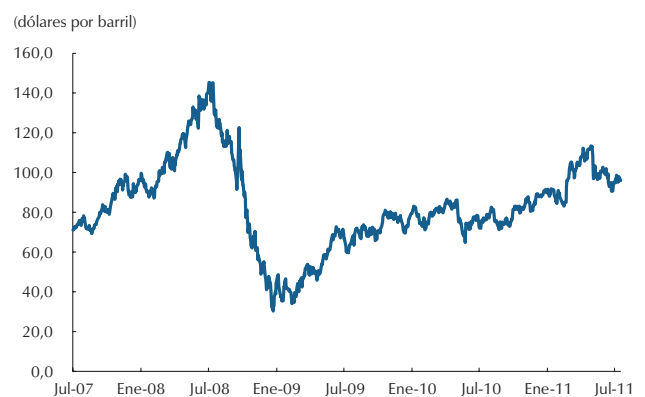
De hecho, en el segundo trimestre las principales monedas de la región, con el real a la cabeza, siguieron apreciándose lentamente. En el caso del peso colombiano, su revaluación durante el primer semestre del año fue de 7,2%. La excepción a esta tendencia la presentó el sol peruano (Gráfico 6).

3. Inflación y política monetaria

Ante las menores perspectivas de crecimiento mundial, especialmente por parte de los Estados Unidos y Japón, los precios internacionales de los alimentos y las materias primas disminuyeron en los últimos meses, alcanzando niveles similares a los observados en enero de 2011 (Gráfico 7). Para los próximos meses, y a menos que se produzca un deterioro marcado en las condiciones económicas de los países desarrollados, el dinamismo de los países emergentes mantendrá los precios en niveles relativamente altos y no muy diferentes de los observados hoy en día. Por el lado de la oferta, la situación se ha normalizado paulatinamente en el caso de los alimentos; y en relación con el petróleo, el choque de Libia ya fue asimilado por el mercado (Gráfico 8).

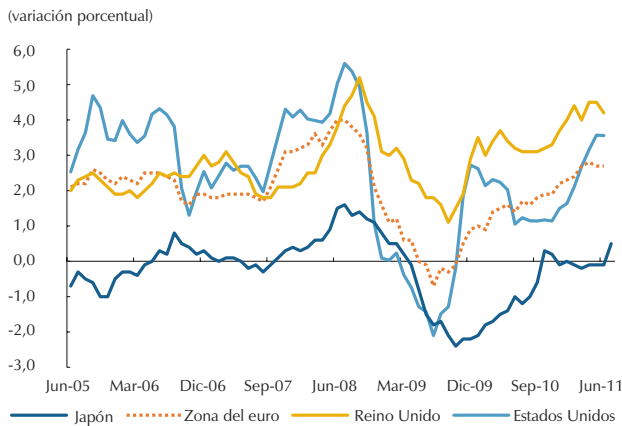
Las alzas que se registraron en los precios de las materias primas desde mediados del año pasado y hasta abril de este año siguieron transmitiéndose a los precios al consumidor de las economías desarrolladas (Gráfico 9). Es así como la inflación total siguió aumentando,

Gráfico 8
Precio del petróleo WTI^{a/}



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

Gráfico 9
Inflación en las economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

especialmente en los Estados Unidos, donde comenzó a impactar la inflación básica. Pese a esta tendencia, los datos aún están en un rango manejable y que no representa riesgos en el corto y mediano plazos. En Europa también se observaron aumentos en la inflación al consumidor, y esta se ubicó cerca del techo del rango meta del BCE. Para el segundo semestre del año se espera que la tendencia ascendente de la inflación se frene en los países desarrollados, dadas las menores presiones que provienen de los precios internacionales y la proyección de un crecimiento más lento.

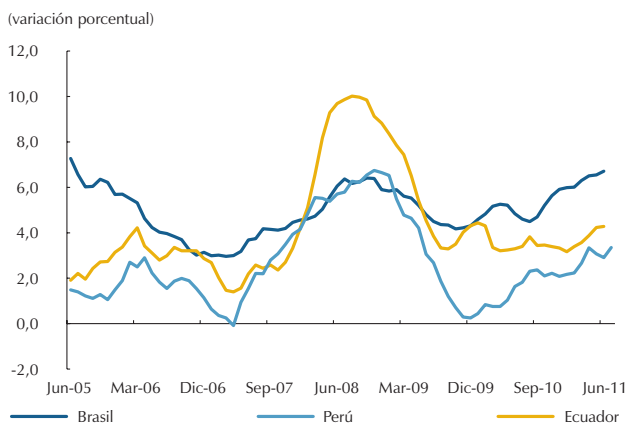
En este contexto, el BCE subió nuevamente su tasa de interés (la segunda alza en lo corrido del año), mientras que los bancos centrales de los Estados Unidos y Japón han mantenido su política monetaria laxa, con el fin de

no desestimar la economía. Para los próximos dos trimestres se espera que el BCE realice un aumento adicional en su tasa de política, pero para el caso de los Estados Unidos y Japón no se anticipan ajustes. Para este primer país los mercados no consideran viables aumentos en su tasa de política antes de mediados de 2012, tiempo más tarde que el contemplado en el *Informe sobre Inflación* anterior.

Con posturas de política monetaria todavía muy laxas en el caso de los bancos centrales de las economías desarrolladas, las tasas de interés de mercado deberían permanecer en niveles muy bajos. Sin embargo, esto será posible siempre y cuando los problemas de deuda soberana y desaceleración económica no afecten la confianza de los inversionistas y alteren las primas de riesgo en los Estados Unidos y otros países tradicionalmente confiables.

En cuanto a las economías emergentes, la inflación en Asia sigue en niveles elevados, especialmente en India y China. En las economías latinoamericanas continúan las diferencias: por un lado, Brasil, Argentina, Bolivia y Venezuela presentan inflaciones elevadas, y por el otro, Perú, Chile, Colombia, México y Ecuador, aún cuentan con inflaciones que están dentro de los rangos meta establecidos por sus bancos centrales (Gráfico 10).

Gráfico 10
Inflación en algunas economías de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Dado el impulso que trae el PIB en las economías emergentes, los bancos centrales han continuado retirando el estímulo monetario suministrado durante la recesión. En algunos casos, como Chile, el ciclo de subidas de tasas se detuvo en julio, con el fin de evaluar si en la coyuntura actual (menores presiones inflacionarias externas) son necesarios nuevos ajustes monetarios. Caso contrario al de los bancos centrales de las economías asiáticas, que han seguido incrementando

En este informe se espera que los precios internacionales de las materias primas permanezcan elevados.

las tasas de referencia. En China, en particular, entre marzo y julio el banco central incrementó en 50 puntos básicos (pb) la tasa de interés de política, y continuó aumentando las reservas requeridas de los bancos comerciales.

Teniendo en cuenta lo anterior, en este informe se espera que las tasas de interés internacionales sigan siendo muy bajas en lo que resta del año y durante 2012. Así, los diferenciales de rentabilidad, junto con la baja percepción de riesgo de América Latina y los altos precios de las materias primas, continuarán estimulando los flujos de capitales hacia la región, incluyendo Colombia. Estos capitales seguirán llegando en la forma de inversión extranjera directa (IED) o de inversiones de portafolio de corto plazo.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Pese a las menores perspectivas de crecimiento en los Estados Unidos, en este informe se incrementaron levemente los pronósticos para nuestros principales socios comerciales en el presente año, con base en un desempeño favorable de las economías de la región. El caso más notable es el de Ecuador, donde se pasó de una expansión para todo 2011 de 3,5% en el escenario central a uno de 5,3%. Los pronósticos para Perú, México, Chile y Argentina aumentaron levemente en relación con lo previsto anteriormente.

Las principales modificaciones a la baja se presentaron en los Estados Unidos, donde para el escenario central el crecimiento pasó de 2,9% a 2,4%, con un ajuste también a la baja en el intervalo. Es importante resaltar que en el informe anterior se había identificado una asimetría en el rango de pronóstico que reconocía la existencia de riesgos a la baja. Estos riesgos se comenzaron a materializar en el segundo trimestre del año.

Para el año 2012 es altamente probable que la fase expansiva continúe en las economías emergentes, pero a un ritmo menor, dado los ajustes en la postura de la política monetaria. De todas maneras, este grupo de economías podría continuar liderando el crecimiento mundial.

En el caso de las economías desarrolladas, hay riesgos importantes hacia la baja que podrían afectar la consolidación de la recuperación económica de los últimos dos años. Para este informe se estima que el crecimiento en los Estados Unidos será de 2,5% en 2012, por debajo de lo previsto en el informe anterior y menor que el del PIB potencial antes de 2008. En la zona del euro el PIB se expandiría 1,6%, cifra menor a la contemplada hace tres meses.

De esta forma, para este informe se considera que el crecimiento de los principales socios de Colombia para 2011 será de 3,6% (escenario central), con un intervalo entre 3,2% y 4,0%. Para 2012 se proyecta una expansión de 3,4% en el escenario central, con un intervalo entre 3,0% y 4,0% (Cuadro 2).

Pese a las menores perspectivas de crecimiento en los Estados Unidos se incrementaron levemente los pronósticos de nuestros principales socios comerciales.

Cuadro 2
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

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

En cuanto a los pronósticos de los precios internacionales, se espera que permanezcan en niveles elevados, pese la demanda más débil en los países desarrollados. En el caso particular del petróleo, el precio promedio para 2011 estaría en 97 dólares el barril referencia WTI, dato menor que el considerado en el informe de marzo (USD102), pero todavía alto comparado con los precios de la última década. En cuanto al oro, la incertidumbre en los mercados internacionales continuará incentivado la adquisición de este metal como reserva de valor, presionando al alza su precio (Cuadro 3).

En este contexto, los términos de intercambio de Colombia se mantendrán en niveles altos en 2011 y 2012, con algunos crecimientos promedio anuales, aunque menores que los previstos en el informe anterior.

B. BALANZA DE PAGOS EN COLOMBIA

Las cifras más recientes de la balanza de pagos muestran que durante el primer trimestre de 2011, el déficit en cuenta corriente ascendió a 2,5% del PIB, una cifra superior a la registrada en igual período de 2010 (1,9%). El aumento fue posible gracias a unos mejores términos de intercambio, a la mayor demanda interna y a unas fuentes de financiamiento externo más abundantes que en el año anterior.

Cuadro 3
Pronósticos para los bienes básicos exportados por Colombia

Principales productos	2010	Proyecciones para 2011			Proyecciones para 2012		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café (ex dock) (dólares por libra)	2,1	2,8	3,0	3,0	2,6	2,8	3,1
Petróleo WTI (dólares por barril)	79,5	93,0	97,0	101,0	93,0	97,0	101,0
Carbón (dólares por tonelada)	82,3	92,0	97,0	100,0	92,0	97,0	100,0
Ferroníquel (dólares por libra)	3,2	3,5	3,6	3,74	3,4	3,6	3,7
Oro (dólares por onza troy)	1.225,0	1.400,0	1.500,0	1.600,0	1.450,0	1.550,0	1.650,0

Fuente: cálculos del Banco de la República.

En este trimestre se contabilizó un mayor superávit en la cuenta de capital y financiera, la cual pasó de 2,28% del PIB (USD1.554 m) en 2010 a 3,97% del PIB (USD3.096 m) en 2011. Asimismo, la balanza de pagos registró una acumulación de reservas internacionales brutas de USD1.216 m en estos primeros tres meses del año.

El mayor déficit de cuenta corriente fue el resultado de un incremento de los egresos corrientes por USD4.413 m, que superó en USD702 m al aumento de los ingresos. Los mayores egresos se explican, principalmente, por el crecimiento de las importaciones (en particular de bienes intermedios y de capital), así como por el incremento de 36,7% anual en la remisión de utilidades de las empresas con inversión extranjera en el país (sobre todo de aquellas que exportan petróleo, carbón y ferroníquel). Lo anterior, sin embargo, se vio parcialmente compensado por las mayores ventas al exterior de los principales productos de exportación (en especial de petróleo y sus derivados, carbón y café). El déficit corriente del primer trimestre de 2011 se financió ampliamente con recursos netos tanto de inversiones extranjeras directas (IED) como del sector privado, lo que se reflejó en una cuenta de capital y financiera que ascendió a USD3.096 m (3,97% del PIB).

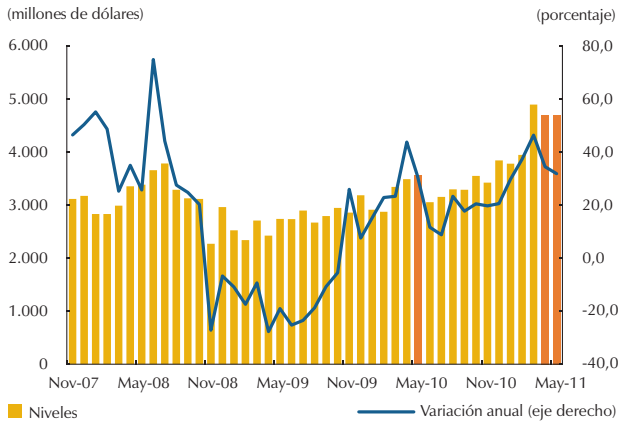
El comportamiento anterior se habría extendido al segundo trimestre. Durante abril y mayo de 2011 las importaciones y exportaciones continuaron manteniendo una buena dinámica. En efecto, las exportaciones totales en dólares sumaron en promedio USD4.701 m, registrando un aumento de 33,2% con respecto al mismo período del año anterior (Gráfico 11). De la misma manera, las importaciones FOB en dólares promedio de USD4.346 m crecieron 44,6% anual⁶.

El mayor valor de las exportaciones promedio entre abril y mayo se originó, principalmente, en las ventas externas de los productos básicos (café, carbón,

Las ventas externas de productos básicos incentivaron las explotaciones entre abril y mayo.

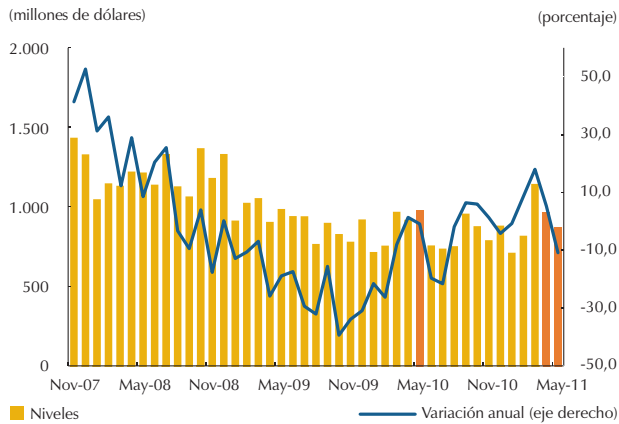
6 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF, las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de USD4.567 m durante abril y mayo de 2011, con un aumento de 43,5% anual.

Gráfico 11
Exportaciones totales
(mensual)



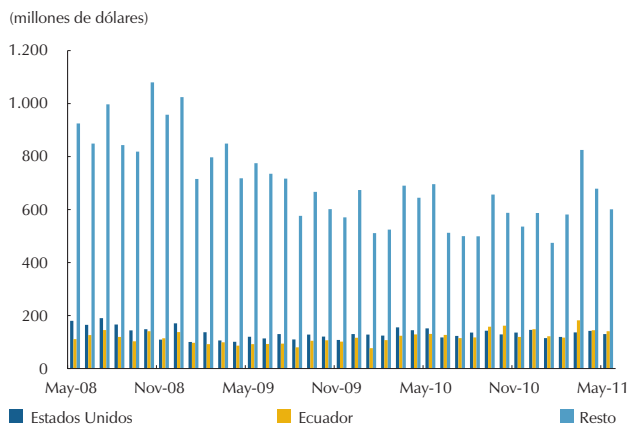
Fuente: DANE.

Gráfico 12
Exportaciones industriales sin productos básicos^{a/}



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

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



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

ferroníquel, oro, petróleo y sus derivados), las cuales aumentaron 47,7% anual, y representaron el 75% del valor total exportado. Por actividades, las exportaciones del sector minero aumentaron 56,2%, las del industrial crecieron 11,3% y las del agrícola, 25,6% anual.

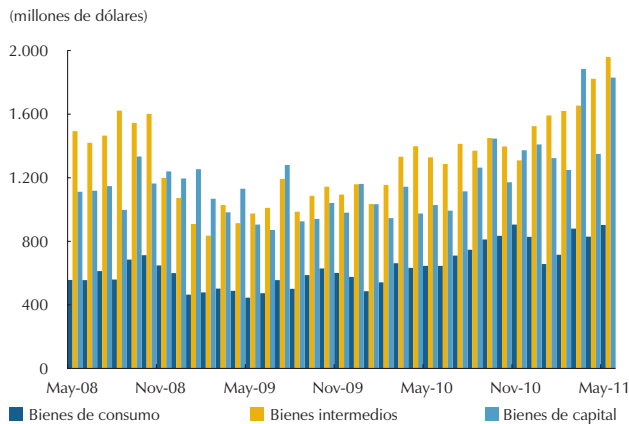
Al descontar de las exportaciones del sector industrial los productos básicos (café, derivados del petróleo, ferroníquel y oro) se observó una caída del valor promedio exportado en 3,1% durante los meses de abril y mayo, frente a lo observado en el mismo período de 2010 (Gráfico 12). Por destinos y en términos anuales, entre abril y mayo las ventas promedio a Ecuador aumentaron 10,1%, mientras que a los Estados Unidos y al resto de países se contrajeron 8,1% y 4,5%, respectivamente, (Gráfico 13). Cabe señalar que las exportaciones a Venezuela siguen registrando tasas negativas de crecimiento (-15,1% anual)⁷ (Recuadro 1).

En cuanto a las importaciones FOB en dólares, en el promedio de los meses de abril y mayo de 2011 su crecimiento se concentró principalmente en las mayores compras de bienes intermedios (en especial de aquellas dirigidas para la industria, con un incremento anual de 36,7%, y para combustibles y lubricantes con uno de 41,8%), seguidas de las de bienes de capital para la industria (33,9% de incremento anual), de las de equipo de transporte (89,8% anual) y de las de bienes de consumo duradero (35,7% anual) (Gráfico 14) (Recuadro 2).

En lo corrido del año al mes de junio los ingresos por remesas de los trabajadores colombianos en el exterior crecieron a una tasa anual de 7,6%. Por otra parte, 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. De esta forma, la balanza cambiaria durante el primer semestre del año muestra una mayor afluencia de capital privado con respecto al promedio observado en 2010, debido

7 Cuando los productos básicos se excluyen de las exportaciones industriales, y las ventas a Venezuela, Ecuador y los Estados Unidos, el agregado resultante creció 14,4% en el bimestre marzo-abril

Gráfico 14
Importaciones de bienes (FOB)



Fuente: DANE.

En 2011 el déficit en cuenta corriente se ampliaría frente a 2010, ubicándose entre 3,5% y 3,7%.

a la IED en Colombia. Sin embargo, esta entrada de capitales privados a la economía estuvo compensada con las salidas de capital por concepto de endeudamiento externo y liquidación de activos. Asimismo, la inversión directa de colombianos en el exterior continúa registrando tasas altas de crecimiento.

La proyección de balanza de pagos para 2011 y 2012 tiene en cuenta los intervalos de pronóstico de las diferentes variables externas presentados al comienzo de esta sección, así como los pronósticos de crecimiento interno de los siguientes capítulos. De esta forma, se obtienen cifras para el piso y el techo de la proyección, así como para el punto medio o escenario central.

El ejercicio de pronóstico para 2011 reporta una ampliación del déficit en cuenta corriente frente a lo registrado en el año 2010. En efecto, dicho déficit se podría ubicar en un rango entre 3,5% y 3,7%, con una cifra de 3,6% para el escenario central. Esta proyección tiene en cuenta mayores ingresos por transferencias corrientes⁸, una IED bruta mayor a la observada el año anterior y un endeudamiento externo neto del sector público (sin Ecopetrol) alrededor de USD5.900 m⁹. En este contexto las importaciones en dólares podrían crecer entre 25% y 36% en términos anuales, con un escenario central de 31%; mientras que las exportaciones lo harían entre 24% y 33%, con un punto medio de 29%; todo esto dependiendo principalmente de la recuperación de las ventas hacia otros destinos diferentes a Venezuela y del comportamiento de los precios de los productos básicos.

Para el año 2012 se espera un crecimiento tanto de las importaciones como de las exportaciones (en dólares) menor al proyectado para 2011, dado que la dinámica de las economías mundial y local sería menor en ese año. Así las cosas, el déficit en cuenta corriente para dicho año podría ubicarse entre 3,2% y 3,4% del PIB, el cual sería financiado, en gran parte, por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

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

9 De acuerdo con la información divulgada en el *Marco fiscal de mediano plazo* (MFMP) de junio de 2011 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Recuadro 1 DINÁMICA RECIENTE DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS

Aarón Garavito
David Camilo López*

Dado el importante crecimiento de las ventas externas en los últimos meses, en este documento se presenta un análisis de la evolución y estructura de las exportaciones del país por los principales productos. Adicionalmente, se exponen los primeros resultados de la construcción de los índices de precios y cantidades con base en información de comercio exterior. Esto permite conocer la evolución de las exportaciones reales y la dinámica de los precios de venta al exterior en cuanto a subconjuntos de bienes.

1. Evolución y estructura por productos

Durante 2011 el valor de las ventas externas del país ha mantenido la tendencia creciente observada desde los últimos 19 meses, ascendiendo para el acumulado enero-mayo del presente año a USD22.030 millones (m), con una variación anual del 36%. Este comportamiento se ha caracterizado por el significativo incremento en las exportaciones de origen minero y agrícola en contraste con la leve recuperación de los despachos al exterior de los productos industriales, luego de su declive por el efecto Venezuela. De esta forma, los productos básicos han ganado participación dentro de la canasta exportadora y se han constituido en la principal fuente de crecimiento del valor de las exportaciones totales del país.

Con respecto a los principales productos (Cuadro R1.1), el análisis muestra que de los USD5.839 m adicionales exportados en los primeros cinco meses de 2011 frente al mismo período de 2010, petróleo y sus derivados aportó USD4.308 m (74%), carbón y oro, USD699 m (12%) y café, USD584 m (10%), mientras que los bienes industriales tan solo respondieron por USD173 m (3%). Adicionalmente, las ventas externas de productos de origen industrial han perdido participación en la estructura de las exportaciones del país, al pasar de representar en promedio un 43% en los años 2000-2008 a un 23,6% en el último año y medio (Gráfico R1.1).

2. Precios y cantidades

Adicional a la descomposición del crecimiento del valor de las exportaciones por productos, es importante diferenciar

entre el aporte de los precios y el de las cantidades a dicha variación. Para esto se construyeron un conjunto de índices de precios y de cantidades que permiten analizar la evolución de las ventas externas del país en términos reales y conocer la dinámica de sus precios.

Estos indicadores se elaboraron a partir de la información de comercio exterior del Departamento Administrativo de Estadística (DANE) con su mayor nivel de desagregación (país, empresa y posición arancelaria a diez dígitos), siguiendo una serie de procedimientos y recomendaciones de organismos internacionales¹. Con estos procesos se busca obtener la mejor aproximación a la realidad del comercio exterior colombiano.

Los resultados trimestrales de este ejercicio (Gráfico R1.2) muestran una tendencia creciente del índice de precios de las exportaciones desde 2009, asociado principalmente con la dinámica alcista de los precios internacionales de las materias primas que se despachan desde Colombia al resto del mundo. Por su parte, el índice de cantidades ha mostrado una recuperación desde el segundo semestre de 2010, luego de su reducción y estancamiento por las menores ventas a Venezuela. Recientemente, ambos índices mostraron un aumento para el período enero a mayo de 2011 del 24% en cuanto a precios y de 10% en cantidades, como respuesta de las mayores cotizaciones internacionales y volúmenes despachados de productos tales como petróleo, carbón, oro y café.

Con el fin de determinar qué tipo de productos impulsaron la dinámica de los índices de precios y cantidades totales, los bienes exportados por el país se agrupan en tres conjuntos: los principales de origen minero (petróleo y sus derivados,

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

1 Entre estos están el Fondo Monetario Internacional (FMI), EuroStat y la Confederación Andina de Naciones (CAN), que señalan procedimientos dentro de los que se cuentan la definición de una muestra representativa y estable en el tiempo, la homogeneización de los valores unitarios, el tratamiento de los datos atípicos y la volatilidad, la ponderación de los bienes por su importancia en las exportaciones y el uso de índices encadenados con solapamiento anual. El encadenamiento de los índices permite incorporar la información de todos los períodos en el intervalo considerado. El solapamiento anual se realizó con respecto al promedio móvil de los últimos doce meses, diferenciándose de aquel método que considera la información anual del año precedente como punto de referencia.

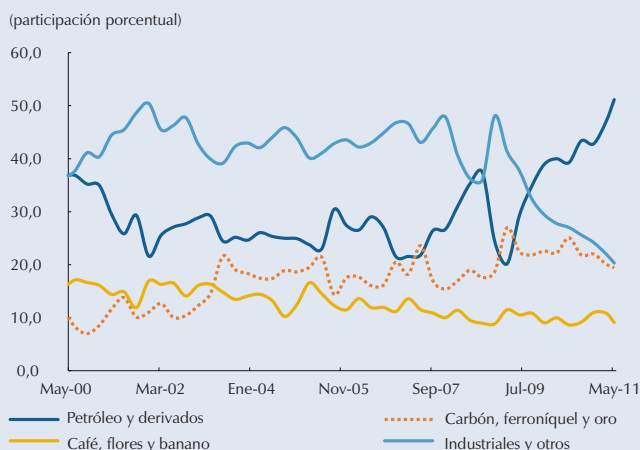
Los resultados presentados se ampliarán en un documento que se publicará posteriormente, donde se incluye una detallada exposición de la metodología utilizada, las fuentes de información, análisis adicionales por países y mayor desagregación por productos.

Cuadro R1.1
Resultados de 2011 según productos de exportación
(enero a mayo)

Productos	(millones de dólares)		Variación		Aporte al crecimiento
	2010	2011	absoluta	porcentual	
1. Petróleo crudo	5.188	8.750	3.563	69	61,0
2. Carbón	2.542	3.087	545	21	9,3
3. Fuel-oil y otros derivados	1.245	1.990	745	60	12,8
4. Oro no monetario	793	948	154	19	2,6
5. Café	695	1.278	584	84	10,0
6. Flores	534	617	83	15	1,4
7. Ferroníquel	404	332	-71	-18	(1,2)
8. Banano	296	335	39	13	0,7
9. Sector industrial	4.338	4.511	173	4	3,0
10. Resto	157	183	25	16	1,2
Total exportaciones	16.191	22.030	5.839	36	100,0

Fuentes: DANE y DIAN; cálculos de los autores.

Gráfico R1.1
Participación de los principales productos de exportación

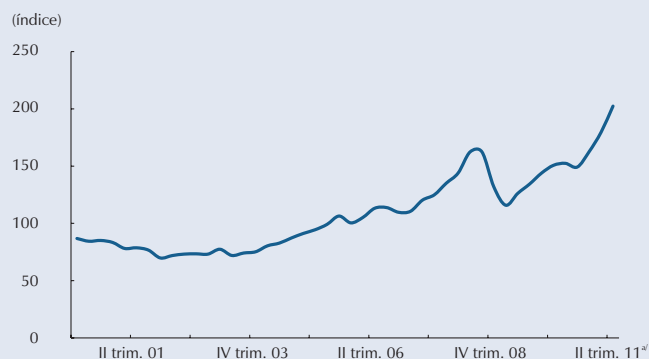


Fuentes: DANE y DIAN; cálculos de los autores.

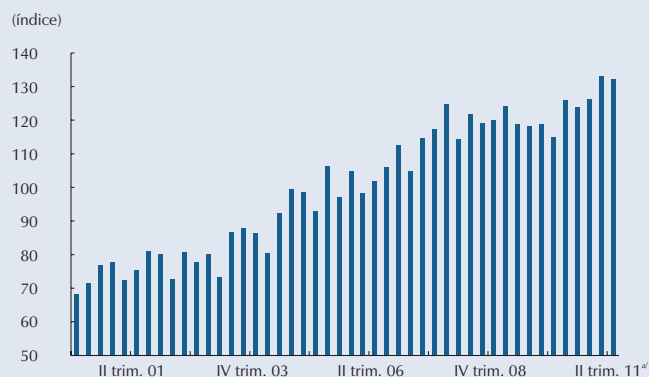
carbón, ferroníquel y oro), los principales de origen agrícola (café, flores y banano), y los industriales y resto. En cuanto al primer grupo (Gráfico R1.3), desde el segundo semestre de 2008 el índice de *quantum* presenta una tendencia al alza debido al aumento de su producción nacional y demanda mundial. Por el contrario, el índice de precios ha registrado un comportamiento cíclico asociado con la demanda mundial, al mostrar una importante disminución en época de crisis entre finales de 2008 y comienzos de 2009, seguida de una rápida recuperación en 2010 y lo corrido de 2011. En efecto, para enero-mayo de 2011, los índices de precios y *quantum* presentaron incrementos del 30% y 14%, respectivamente.

Gráfico R1.2
Índices de las exportaciones totales

A. Índice de precios
2005 = 100



B. Índice de Quantum
2005 = 100

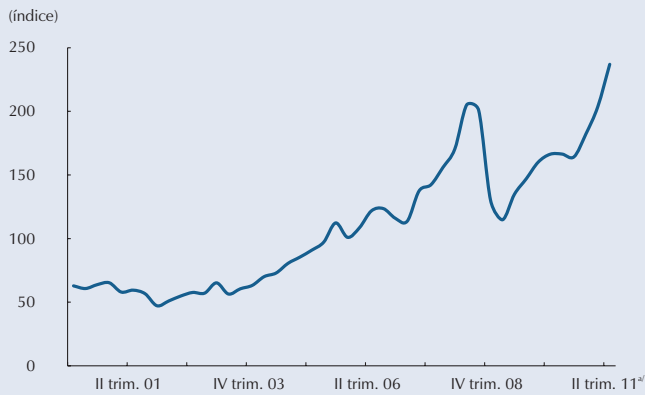


a/ Incluye abril y mayo.

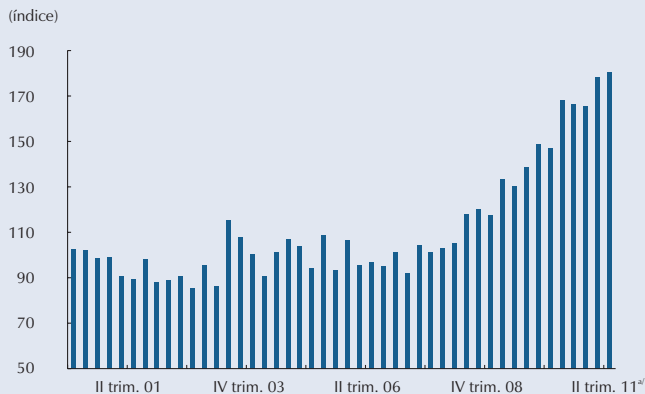
Fuentes: DANE y DIAN; cálculos de los autores.

Gráfico R1.3
Índices de los principales productos de exportación de origen minero (petróleo y derivados, carbón, ferróníquel y oro)

A. Índices de precios
2005 = 100



B. Índice de Quantum
2005 = 100



a/ Incluye abril y mayo.
Fuentes: DANE y DIAN; cálculos de los autores.

Por su parte, el comportamiento de los principales bienes de origen agrícola (Gráfico R1.4) señala un crecimiento en su índice de precios desde comienzos de 2009, debido principalmente a las mejores cotizaciones internacionales del café colombiano. El índice de *quantum* ha mostrado un comportamiento influenciado por la dinámica de la cosecha cafetera; de esta forma, registró una disminución desde finales de 2008 hasta el tercer trimestre de 2010, como resultado de los menores volúmenes de producción de café debido a factores climáticos, renovación de cultivos y costos de los insumos. Ambos indicadores han mostrado un incremento promedio superior al 20% en los dos últimos trimestres.

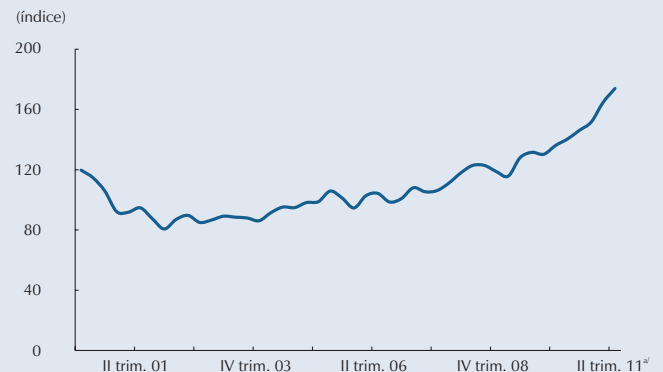
En el caso del resto de exportaciones (Gráfico R1.5), principalmente las industriales, su evolución ha estado asociada con las ventas externas a Venezuela. Desde 2005 el índice de precios ha sido creciente, con excepción del año 2009, cuando presentó una disminución como reflejo de la crisis

económica internacional y la caída del comercio colombo-venezolano. El índice de *quantum* mostró un fuerte incremento desde 2004 y se mantuvo en niveles elevados hasta el cuarto trimestre de 2008, año en el cual las ventas de productos industriales al vecino país alcanzaron los USD5.944 m. Posteriormente, se produjo una contracción permanente hasta el primer trimestre de 2010 y en adelante no se ha evidenciado una recuperación sólida de este indicador; por el contrario, se ha mantenido en niveles similares a los observados entre finales de 2003 y comienzos de 2004.

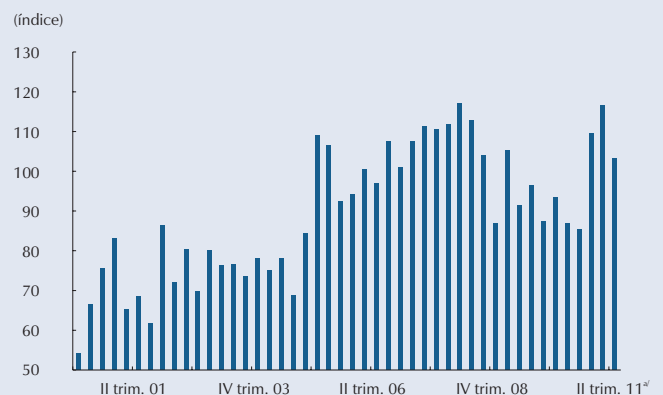
En suma, en el último año, y especialmente en lo corrido de 2011, se observa que la dinámica de las exportaciones totales del país ha sido resultado del buen desempeño de las ventas externas de bienes de origen minero y del café, impulsadas en especial por un mayor crecimiento de sus precios, seguido de las cantidades. La disminución en el valor y cantidades de los bienes industriales vendidos a Venezuela

Gráfico R1.4
Índices de los principales productos de exportación de origen agrícola (café, banano y flores)

A. Índices de precios
2005 = 100



B. Índice de Quantum
2005 = 100

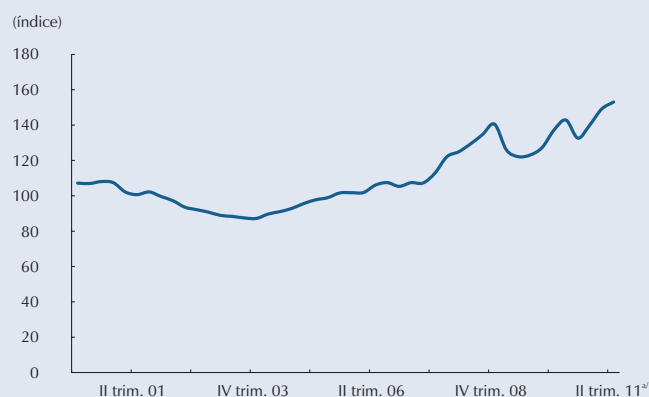


a/ Incluye abril y mayo.
Fuentes: DANE y DIAN; cálculos de los autores.

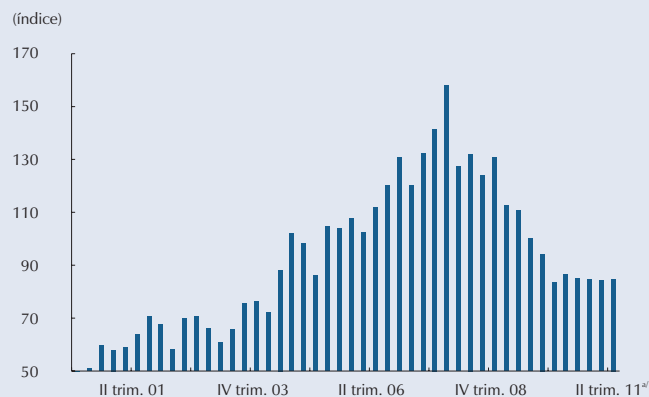
ha sido compensada por mayores montos y volúmenes despachados de productos básicos, los cuales se han constituido como el mayor componente y fuente de crecimiento de las exportaciones del país. Por su parte, en los últimos trimestres las ventas externas de productos industriales mantienen un nivel similar en las cantidades exportadas y muestran una leve recuperación en sus precios de exportación.

Gráfico R1.5
Índices del resto de exportaciones
(industriales y otros)

A. Índices de precios
2005 = 100



B. Índice de Quantum
2005 = 100



a/ Incluye abril y mayo.
Fuentes: DANE y DIAN; cálculos de los autores.

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

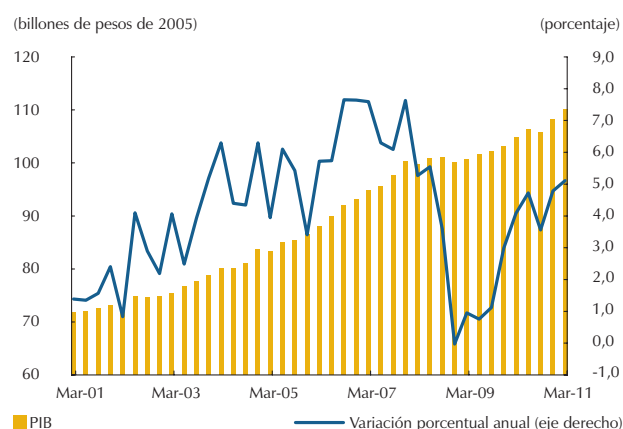
En los tres primeros meses de 2011 la economía colombiana creció 5,1% en términos anuales, la tasa más alta de los últimos tres años y superior a la prevista.

Al igual que en 2010, el consumo de los hogares fue el componente más dinámico del gasto durante el primer trimestre del año.

En el segundo trimestre la economía habría continuado expandiéndose a un buen ritmo, impulsada por el consumo privado y la inversión diferente a obras civiles.

A. EL PIB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2011

Gráfico 15
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE.

De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en el primer trimestre de 2011 el PIB colombiano creció 5,1% en términos anuales y 1,9% con respecto al cuarto trimestre de 2010 (Gráfico 15). La expansión anual del PIB en los primeros meses de 2011 es la más alta registrada en los últimos tres años, y se ubicó en la mitad superior del intervalo de pronóstico presentado en el *Informe sobre Inflación* anterior (entre 3,9% y 5,5%). En términos generales, los diferentes componentes del PIB se comportaron en línea con lo pronosticado en el informe anterior, a pesar de que algunos agregados registraron tasas de crecimiento significativamente mayores a las previstas, como fue el caso del consumo de los hogares y de la inversión diferente de obras civiles.

El crecimiento del PIB en el primer trimestre estuvo impulsado principalmente por la demanda interna (con una expansión anual de 7,2%) y en particular por el consumo de los hogares (6,3%). El crecimiento del consumo privado fue superior a su promedio de la última década, y ahora registra tasas cercanas a las máximas observadas en 2007; adicionalmente, completó año y medio mostrando aceleraciones en su tasa de expansión. Tal como ocurrió durante todo 2010, en el primer trimestre del presente año se destacó la dinámica de las ventas de bienes durables y semidurables, las cuales continuaron creciendo a tasas elevadas. Estos dos componentes explicaron aproximadamente la mitad de la expansión del gasto privado (Cuadro 4).

Por su parte, el crecimiento del consumo del Gobierno continuó desacelerándose (1,4%). En el primer trimestre de 2011 el nivel de este agregado solo fue levemente mayor al registrado el trimestre anterior, a pesar de la puesta en marcha de los

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	(variación anual)						Contribución al crecimiento anual (I trim. de 2011)
	I trim.	2010				2010	
		II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	
Consumo total	4,2	4,7	4,9	6,0	5,0	5,4	4,4
Consumo de hogares	4,2	4,5	5,5	6,2	5,1	6,3	4,1
Bienes no durables	2,3	1,8	2,2	2,4	2,2	0,7	0,2
Bienes semidurables	15,0	16,6	20,0	15,7	16,8	23,8	1,5
Bienes durables	18,0	28,5	31,9	36,9	29,0	34,6	1,6
Servicios	3,1	2,9	3,5	3,5	3,3	4,5	1,0
Consumo final del Gobierno	5,0	5,7	4,1	3,8	4,6	1,4	0,2
Formación bruta de capital	14,3	13,0	13,4	9,5	12,5	13,2	3,3
Formación bruta de capital fijo	9,3	6,6	3,9	13,8	8,3	8,7	2,2
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,9	3,0	(0,2)	0,2	1,2	(1,0)	(0,0)
Maquinaria y equipo	1,4	24,4	25,3	23,8	18,3	19,0	1,3
Equipo de transporte	15,9	28,3	44,8	15,9	25,6	53,1	1,4
Construcción y edificaciones	0,6	(16,0)	(7,3)	9,4	(3,7)	4,1	0,3
Obras civiles	26,8	20,3	(9,5)	3,4	9,7	(12,5)	(1,0)
Servicios	(1,4)	0,0	10,9	8,8	4,4	0,5	0,0
Variación de existencias	(76,7)	(121,5)	1.912,0	(40,8)	(1.075,8)	(372,4)	1,1
Exportaciones totales	(4,9)	2,4	2,1	9,1	2,0	11,5	1,9
Importaciones totales	4,2	16,7	23,1	16,2	14,9	21,4	(4,9)
PIB	4,1	4,7	3,6	4,8	4,3	5,1	5,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La inversión completó año y medio de crecimientos consecutivos.

planes de atención a los afectados por las lluvias. Lo anterior sería consecuencia del bajo nivel de ejecución del presupuesto en dicho período.

La inversión fue el segundo componente del PIB con mayor contribución al crecimiento. En el primer trimestre de 2011 la total aumentó a una tasa superior a la que se registró en promedio el año pasado y completó un año y medio de expansiones consecutivas. Dentro de este agregado se destacó el buen desempeño de las compras de maquinaria y equipo de transporte, las cuales tienen una participación de 43% dentro de la inversión total. La inversión en construcción, por su lado, registró una caída como resultado del retroceso de las obras civiles, el cual no fue compensado por la moderada expansión en la construcción de edificaciones.

Las exportaciones netas continuaron contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2011, pues el comportamiento de las importaciones resultó más dinámico que el de las ventas al exterior. No obstante, las exportaciones presentan una tendencia ascendente habiéndose acelerado a comienzos de año (11,5%), con lo que han dejado atrás el estancamiento que mostraron en 2009 y comienzos de 2010 (véase el Recuadro 1, p. 28 y ss.). Respecto a las importaciones, su crecimiento fue considerablemente mayor (21,4%), impulsado por las compras de bienes de capital y materias primas (véase Recuadro 2, p. 40 y ss.). Es importante mencionar que el sesgo de la composición de las importaciones hacia bienes de capital permite esperar que las mayores compras externas actuales estén favoreciendo la ampliación de la capacidad productiva de la economía, y así redunden en una mayor producción local en el mediano plazo.

Por el lado de la oferta, los sectores de servicios financieros, inmobiliarios y otros, junto con el comercio, fueron las ramas de actividad que más contribuyeron al crecimiento anual del PIB (Cuadro 5). En el primer caso, el resultado es en buena parte consecuencia del aumento del valor agregado generado por la intermediación financiera, asociado con la fuerte expansión del crédito total. Por su parte, la dinámica del comercio se debió principalmente al buen comportamiento del segmento minorista, que fue favorecido por el desempeño del consumo de los hogares.

Otras ramas de actividad que contribuyeron en buena medida al crecimiento anual del primer trimestre fueron sectores en su mayoría transables: la industria, la minería y la agricultura. En el caso de la producción industrial, gran parte de su expansión fue propiciada por el dinamismo de la demanda interna, en un contexto donde la renovación de maquinaria y equipo por parte de los industriales ha atenuado presiones sobre el uso de la capacidad instalada. En el sector minero el crecimiento corrió por cuenta de las producciones petrolera y de carbón, las cuales compensaron la fuerte contracción registrada en ferroníquel, debido a la interrupción de la producción en Cerro Matoso por labores de mantenimiento. El PIB agropecuario, por su parte, resultó favorecido principalmente por la recuperación de la producción cafetera frente a los muy bajos niveles registrados el año anterior. Los demás cultivos, junto con la producción pecuaria, no fueron afectados de manera importante por cuenta del invierno, por lo que lograron aportar al crecimiento del sector.

El PIB de los sectores transables creció 7,1% y contribuyó de manera importante al crecimiento.

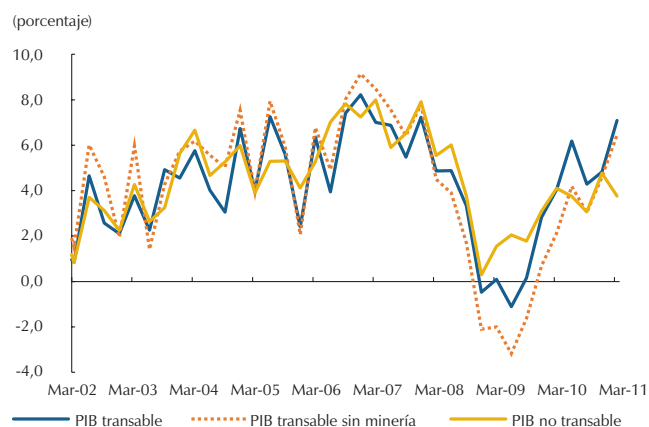
Cuadro 5
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

	2010				2010 Año completo	2011 I trim.	Contribución al crecimiento anual (I trim. de 2011)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(3,1)	0,4	(2,5)	3,5	(0,4)	7,8	0,5
Explotación de minas y canteras	13,4	15,8	9,9	5,7	11,0	9,4	0,7
Industria manufacturera	4,2	6,8	3,3	3,8	4,5	5,1	0,7
Electricidad, gas y agua	8,3	3,5	(1,2)	(1,3)	2,2	(1,3)	(0,1)
Construcción	8,5	(0,5)	(7,5)	7,0	1,7	(4,5)	(0,3)
Edificaciones	0,9	(14,9)	(6,6)	9,1	(3,3)	4,1	0,1
Obras civiles	15,6	12,4	(9,2)	4,1	5,4	(11,5)	(0,4)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	3,9	4,6	7,0	8,4	6,0	6,7	0,8
Transporte, almacenamiento y comunicación	2,4	4,1	7,0	5,3	4,7	5,2	0,4
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	1,3	3,3	3,6	4,4	3,1	4,8	0,9
Servicios sociales, comunales y personales	4,5	5,3	3,2	2,5	3,8	1,8	0,3
Subtotal valor agregado	4,1	4,7	3,3	4,4	4,1	4,3	3,9
Impuestos menos subsidios	2,9	6,1	6,4	9,8	6,3	14,5	1,3
PIB	4,1	4,7	3,6	4,8	4,3	5,1	5,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Así las cosas, dado el buen desempeño de los sectores transables en el primer trimestre y el comportamiento mixto de los no transables en el mismo período, el PIB transable creció a una tasa anual superior a la del PIB no transable (7,1% frente a 3,8%). Este hecho se mantiene aun descontando la minería (Gráfico 16).

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

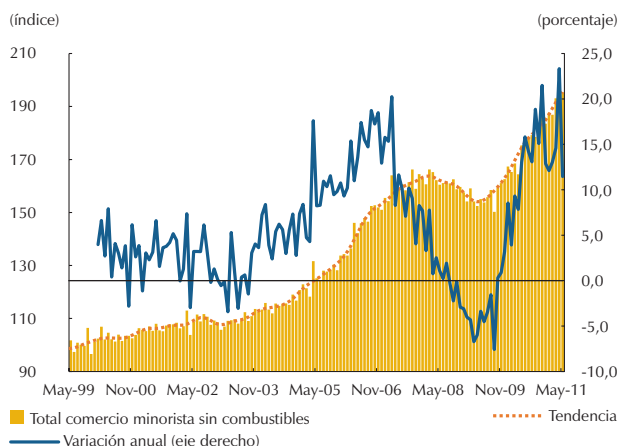


Fuente: DANE.

B. PRONÓSTICO DE CORTO PLAZO DEL PIB

Los indicadores disponibles sugieren que la economía colombiana continuó expandiéndose a buen ritmo durante el segundo trimestre. La información apunta a una aceleración en el crecimiento del consumo de los hogares y de la inversión diferente de obras civiles, todo lo cual habría estado acompañado por una aceleración de las importaciones con respecto a lo registrado entre enero y marzo.

Gráfico 17
Ventas del comercio al por menor
(serie desestacionalizada)



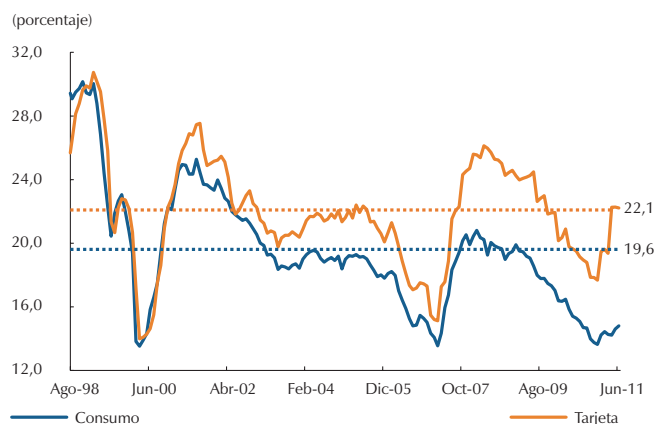
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La mejor previsión para el consumo de los hogares está respaldada por el buen desempeño de las ventas del comercio. De acuerdo con el DANE, durante abril y mayo las ventas minoristas crecieron a una tasa anual promedio de 17,4% (Gráfico 17) impulsadas, como ha venido ocurriendo desde hace varios meses, por las compras de bienes durables y en particular de automóviles (con un aumento de 41,9%). Sin embargo, a diferencia de lo que se ha registrado en trimestres anteriores, en el segundo trimestre de 2011 las ventas de bienes diferentes a automóviles también habrían mostrado una tasa de expansión importante (12,5%), de la mano de las ventas de alimentos, productos textiles y calzado. Lo anterior indicaría que la contribución de los bienes durables a la dinámica del consumo privado continuaría siendo importante, pero con una mayor participación de los bienes no durables. Por el

lado de las importaciones también hay indicios de una aceleración del consumo de los hogares. Entre abril y mayo las compras externas de bienes de consumo durable (medidas en dólares) crecieron 35,1% en promedio, mientras que las de bienes no duraderos lo hicieron a una tasa de 34,6%.

La dinámica del crédito de consumo en el segundo trimestre también es un indicio del buen comportamiento de este componente del gasto. La cartera de crédito real de consumo continuó acelerándose entre marzo y junio, y para este último mes alcanzó una tasa de crecimiento anual de 20,6% (véase capítulo V, p. 61 y ss). Ello vino acompañado de un leve aumento en las tasas de interés de consumo y de un incremento en las exigencias para otorgar nuevos créditos, según lo reportaron las entidades financieras¹⁰.

Gráfico 18
Tasas de interés reales de los hogares
(deflactada con IPC sin alimentos)



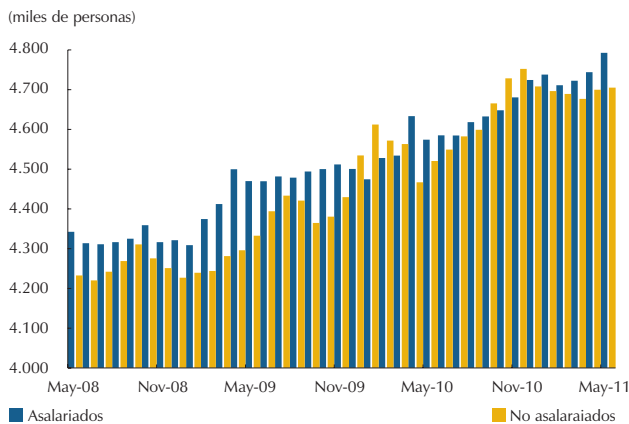
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Con respecto a las tasas de interés que enfrentan los hogares, es importante anotar que las alzas de los últimos meses han sido resultado del efecto combinado de la política monetaria menos expansiva y, sobre todo, de los recientes aumentos en la tasa de usura, la cual afecta principalmente a la tasa de las tarjetas de crédito. A pesar de esto, las tasas de interés reales de consumo continúan en niveles relativamente bajos e inferiores a su promedio desde 1998, mientras que la tasa de las tarjetas de crédito muestran un nivel similar a su promedio (Gráfico 18).

Además del crédito, otro factor que estaría detrás de las buenas perspectivas para el consumo es la mejoría que

10 Véase el *Reporte de la situación del crédito en Colombia*, junio de 2011, http://www.banrep.gov.co/informes-economicos/ine_enc_sit-cred-col_cp.html.

Gráfico 19
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



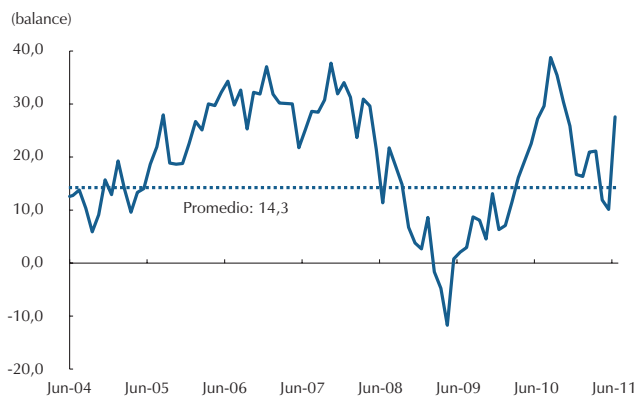
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

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



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

Gráfico 21
Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo



Fuente: Fedesarrollo.

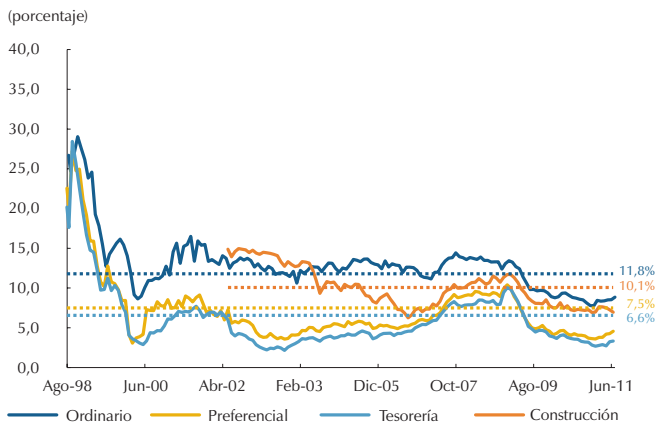
se observa en el mercado laboral. Por una parte, la generación de empleo se aceleró, y en el promedio de marzo a mayo los ocupados crecieron a una tasa anual de 3,6% en el total nacional y de 4,4% en las trece principales ciudades. Por otro lado, el mayor dinamismo del empleo se sustentó en la creación de puestos de trabajos asalariados (Gráfico 19) y de empleos formales, independientemente del nivel educativo de los nuevos trabajadores.

En el mismo período la expansión de la demanda de trabajo llevó a disminuciones de la tasa de desempleo, tanto en términos anuales como frente a los niveles de principios de 2011 (Gráfico 20). De igual manera, la tasa de subempleo se redujo de manera importante, llegando a los niveles más bajos desde finales de 2009. Todo lo anterior sería evidencia de que los hogares están teniendo acceso a oportunidades laborales más estables y de mayores ingresos.

El buen desempeño esperado para el consumo de los hogares lo resume el indicador de confianza de los consumidores. Aunque la confianza de los hogares medida por Fedesarrollo mostró alta volatilidad en el segundo trimestre de 2011, al registrar caídas en abril y mayo, en junio experimentó un repunte, recuperando ampliamente el terreno perdido (Gráfico 21). La confianza de los consumidores en junio fue superior a su promedio desde que se aplica la encuesta y se situó, en términos trimestrales, en un nivel que puede considerarse como alto. Esta recuperación se explicó por aumentos significativos en la percepción sobre las condiciones económicas actuales y, en igual medida, por unas mejores expectativas para el corto y mediano plazos. Adicionalmente, con respecto al primer trimestre de 2011, la Encuesta de opinión del consumidor mostró la mayor disposición por parte de los hogares para comprar bienes durables y automóviles.

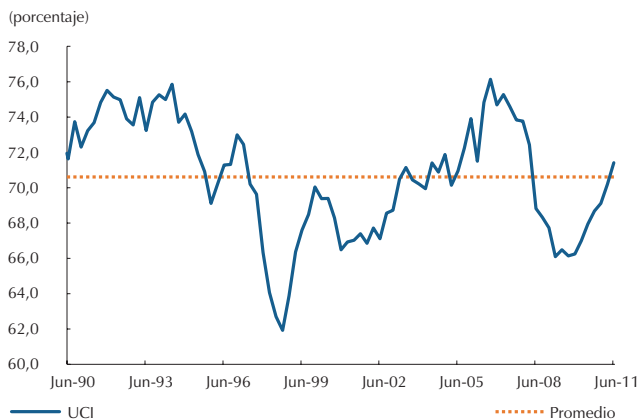
Para el segundo trimestre de 2011 se prevé una aceleración de la inversión, en particular de su componente de capital fijo. El mayor dinamismo en este agregado se sustenta en los fuertes crecimientos en las compras de maquinaria para la industria y equipo de transporte, tal como lo sugiere la evolución de las importaciones de estos tipos de bienes, las cuales crecieron en dólares para el promedio abril y mayo 34,6% y 87,2%, respectivamente (véase Recuadro 2).

Gráfico 22
Tasas reales de interés comerciales
(deflactados con el IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 23
Utilización de capacidad instalada (UCI) ^{a/}



a/ Serie desestacionalizada.
Fuente: Fedesarrollo.

La inversión en capital fijo habría seguido favorecida por unas bajas tasas de interés para créditos ordinarios y preferenciales, que a junio se ubicaron en 7,4% y 4,6%, en su orden, cifras inferiores a los promedios desde 1998 (Gráfico 22). Asimismo, en junio la cartera comercial a precios constantes mantuvo un crecimiento anual alrededor de 19%, igual que la de los dos meses anteriores. Esto podría estar indicando que los empresarios continuaron dispuestos a ampliar su capacidad de producción, cuyo uso ya da muestras de ser alto o por lo menos superior al promedio desde 1990 (Gráfico 23).

Por su lado, la inversión en construcción también habría tenido un buen comportamiento en el segundo trimestre del presente año. En el caso de la construcción de obras civiles se espera un nivel superior al del primer trimestre de 2011, pero con un crecimiento todavía negativo en términos anuales, como resultado de una alta base de comparación.

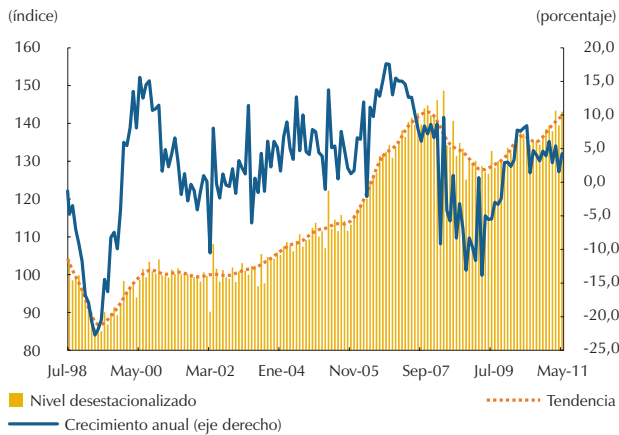
Con respecto al comercio exterior, el pronóstico para el segundo trimestre no sugiere cambios considerables frente a lo observado en los primeros meses del año. De esta forma, las importaciones en pesos constantes habrían continuado creciendo a tasas anuales superiores al 20%, de forma similar a como lo hicieron en el período enero-marzo. Las exportaciones, por su parte, habrían registrado una leve desaceleración en términos de su crecimiento anual, pero con un aumento en niveles frente al primer trimestre.

Por el lado de la oferta, igualmente hay señales positivas que apoyan un crecimiento del segundo trimestre similar al del primero. De acuerdo con el DANE, si

bien durante los meses de abril y mayo la dinámica de la producción industrial se desaceleró (a una tasa anual de 2,9% en promedio frente a 4,8% en el primer trimestre), esto no puede interpretarse como un quiebre en la tendencia de expansión de la serie en niveles (Gráfico 24). Cabe advertir que las cifras de producción industrial continúan afectadas por la caída de la producción en la rama de hierro y acero, consecuencia del cierre parcial en Cerro Matoso. Además, los indicadores asociados con el sector siguen mostrando comportamientos bastante favorables, como es el caso de los índices de pedidos, existencias y expectativas, que se resumen en el indicador de confianza industrial de Fedesarrollo (Gráfico 25).

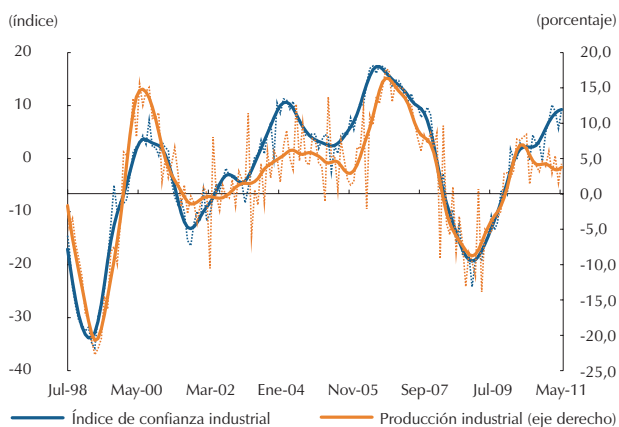
Para la construcción, un indicador coincidente como lo es la producción de cemento señaló importantes crecimientos anuales, del orden de 17% en promedio en abril y mayo. Inclusive, el área aprobada para construir según licencias, que puede

Gráfico 24
Índice de producción industrial sin trilla de café
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



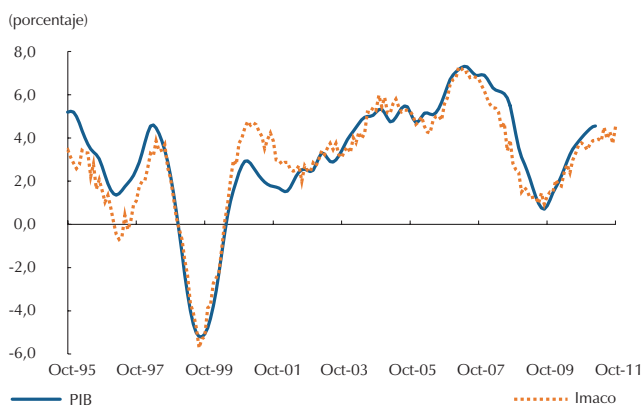
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Índice de confianza industrial y crecimiento anual del índice de producción industrial (IPI)



Fuente: DANE, Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

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



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

anticipar el desempeño futuro de la construcción, se ha expandido en lo corrido del año a mayo a una tasa promedio de 75% anual, siendo los mayores aumentos los registrados en las destinadas a vivienda, tanto de interés social como distinta a esta. Todo lo anterior sugiere que la construcción, y en especial el segmento de edificaciones, puede convertirse en un motor de crecimiento en el segundo trimestre y en lo que resta del año.

Por último, otro indicador de oferta asociado con la actividad económica agregada es el de la demanda de energía, que volvió a crecer en términos anuales (1,1%), luego de la caída que registró en el primer trimestre. Gran parte del repunte de la demanda de energía está asociada con el buen comportamiento de la demanda de energía industrial, que creció 5,1% en promedio en el segundo trimestre, y que confirma que la industria sigue por buen camino.

Con base en todo lo anterior, el ejercicio de pronóstico elaborado en este informe para el PIB del segundo trimestre de 2011 muestra un intervalo de crecimiento anual entre 4,2% y 5,6%. Este rango es compatible con los resultados obtenidos con base en distintos modelos contables y econométricos, y no contempla efectos muy importantes por la temporada de lluvias que se concentró en dicho período. En este escenario los sectores más dinámicos serían la minería y el comercio, mientras que los sectores de más pobre desempeño serían la agricultura, los servicios distintos a los financieros y la construcción.

Por otra parte, cabe señalar que el indicador líder mensual de la actividad económica en Colombia (Imaco), que reúne en un solo índice variables sectoriales y monetarias con alguna relación adelantada con la actividad económica agregada, anticipa una expansión de la economía que se mantiene levemente por encima de 4% luego del primer trimestre, esto es, en la mitad inferior del intervalo de pronóstico (Gráfico 26). No obstante, cabe advertir, como se ha hecho énfasis en informes anteriores, que el Imaco puede dejar de lado algunos factores que estén impulsando de manera particular el crecimiento durante 2011, como por ejemplo los relacionados con el sector minero.

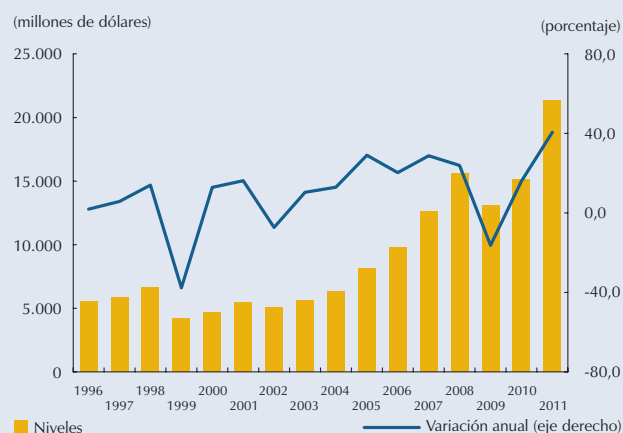
Recuadro 2 DESTINO SECTORIAL DE LAS IMPORTACIONES EN 2011

Joan Camilo Granados Castro*

Desde el año pasado las importaciones en dólares han mostrado un gran crecimiento, que ha continuado en los primeros cinco meses del año. Dado este hecho, el presente recuadro tiene como propósito describir el destino de las compras externas en lo corrido del año a mayo por tipo de empresa.

Entre enero y mayo de 2011 las importaciones CIF sumaron USD21.317 millones (m), registrando una variación anual de 41%, su mayor tasa de crecimiento en la última década (Gráfico R2.1). El auge de las importaciones en estos primeros cinco meses se explicó, al igual que en 2010, por las compras de bienes de capital y de materias primas. En conjunto estos agregados representaron el 80% del total de compras provenientes del exterior.

Gráfico R2.1
Importaciones totales (CIF), enero a mayo



Fuente: DANE.

La información por tipo de empresa importadora muestra que las firmas que han comprado más bienes al exterior son las que se encuentran en el sector comercio (35%), seguidas

por las de la industria (32%), minería (12%) y transporte (9%) (Cuadro R2.1).

Es importante aclarar que las empresas del sector comercial actúan como intermediarias de otras firmas que no importan bienes directamente, de manera que parte de sus compras son distribuidas a otras ramas. No obstante, la mayoría de los bienes de consumo (60%) son comprados por dicho sector, productos para los cuales no se espera tal redistribución.

Desagregando las importaciones de bienes intermedios por tipo de producto, se encuentra que estas se concentran principalmente en productos de origen industrial y combustibles (74% y 18% del total de compras de materias primas, respectivamente). La mayor parte de las compras de bienes de origen industrial son los insumos metálicos y minerales, así como los químicos y farmacéuticos (Cuadro R2.2).

Los principales compradores de bienes intermedios de origen industrial son las empresas de los sectores de industria manufacturera y comercio. Los combustibles (aceites livianos, aceites para lubricantes y otras fuentes de energía) son importados principalmente por empresas del sector minero; aunque en este caso parte de las compras pueden estar destinadas a actividades de refinación o de transformación, propias de las industrias petroquímicas y, por tanto, más cercanas a actividades industriales que mineras.

En cuanto a los bienes de capital, los productos más importados son los utilizados para actividades industriales, mineras y de comunicación. Sus principales compradores han sido empresas del sector comercio, seguidas de los sectores minero e industrial (Cuadro R2.3).

Gran parte de las compras de bienes de capital destinados a actividades industriales fueron, en su orden, maquinaria industrial, aparatos de oficina y equipos de telecomunicaciones. Dentro de los anteriores ítems, algunos de los bienes más importados fueron las máquinas de sondeo y perforación, teléfonos móviles y computadores, entre otros.

Las importaciones de maquinaria industrial, por su parte, han sido realizadas principalmente por empresas del sector comercial, seguidas del de la minería y de la industria manufacturera. Similar distribución se registró también en el año 2010 (Gráfico R2.2).

Otras compras importantes de bienes de capital son las de equipo de transporte, que registraron un crecimiento anual de 102% en mayo de 2011. Su aumento se debe a mayores compras de aeronaves, cuyo principal destino fueron las empresas del sector transporte (Gráfico R2.3).

* Profesional del Departamento de Inflación y Programación Macroeconómica de la Subgerencia de Estudios Económicos. Agradece los comentarios y aportes de Daira Garrido, Adolfo Cobo y Julián Pérez. Las opiniones expresadas son de responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Cuadro R2.1
 Importaciones totales (CIF), enero a mayo de 2011
 (millones de dólares)

Sector	Bienes			Total
	De consumo	Intermedios	De capital	
Minería	49	1.608	942	2.599
Industria	1.335	4.495	1.047	6.877
Comercio	2.419	2.302	2.634	7.354
Transporte	35	71	1.861	1.967
Resto	93	311	823	1.228
No reporta	290	341	660	1.291
Total	4.221	9.128	7.968	21.317

Fuente: DANE.

Cuadro R2.2
 Importaciones de bienes intermedios, enero a mayo de 2011
 (millones de dólares)

Sector	Bienes			Total
	Combustibles	De origen agrícola	De origen industrial	
Minería	1.301	16	290	1.608
Industria	234	408	3.854	4.495
Comercio	85	248	1.969	2.302
Transporte	0	1	69	71
Resto	1	59	252	311
No reporta	3	10	328	341
Total	1.624	742	6.762	9.128

Fuente: DANE.

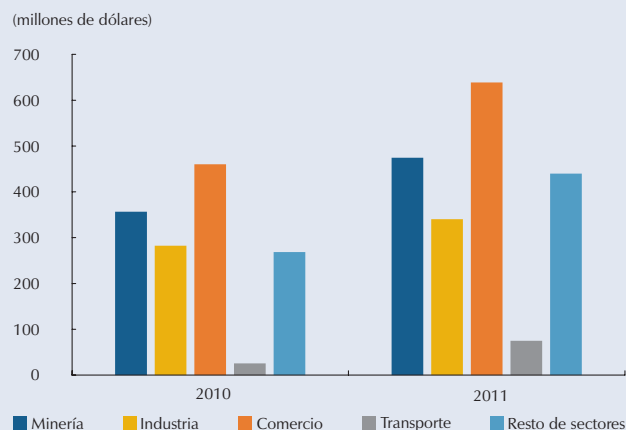
Cuadro R2.3
 Importaciones de bienes de capital, enero a mayo de 2011
 (millones de dólares)

Sector	Bienes				Total
	Para actividades agropecuarias	Para actividades industriales, minería, comunicación	Equipo de transporte	Para construcciones y obras civiles	
Minería	1	627	190	123	942
Industria	7	504	446	91	1.047
Comercio	32	1.590	712	300	2.634
Transporte	1	532	1.320	9	1.861
Resto	18	453	325	27	823
No reporta	16	298	128	219	660
Total	74	4.005	3.120	769	7.968

Fuente: DANE.

Es relevante mencionar que algunas de las mayores importaciones tienen relación con el sector minero-energético. De esta forma, parte del crecimiento de las compras del sector industrial o comercial estaría relacionado con el auge minero reciente y no solo con sus actividades productivas usuales.

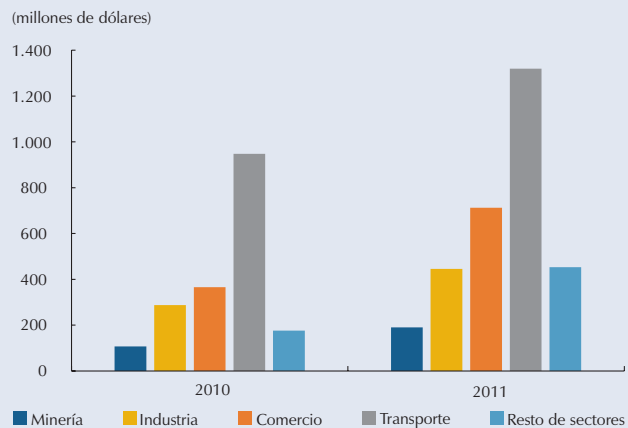
Gráfico R2.2
Importaciones de maquinaria industrial, enero a mayo



Fuente: DANE.

También es posible que las compras externas realizadas por otros sectores de la economía (industria y comercio) estén siendo impulsadas en algún grado por actividades que no son mineras, pero que están estrechamente relacionadas con las cadenas productivas de este sector.

Gráfico R2.3
Importaciones de equipo de transporte, enero a mayo



Fuente: DANE.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

En el segundo trimestre la inflación no presentó cambios de importancia, comportándose de acuerdo con lo previsto.

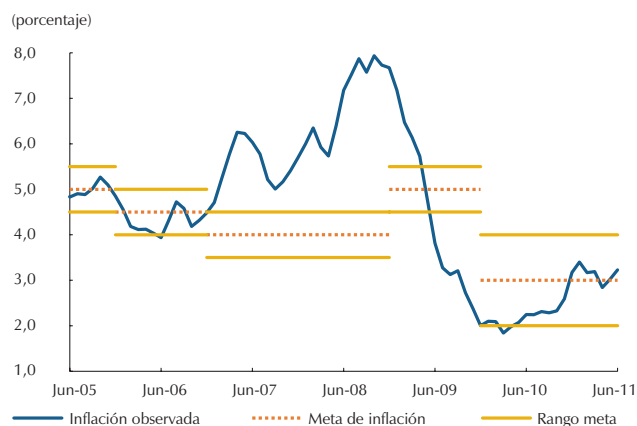
Se presentaron algunas presiones inflacionarias asociadas con problemas climáticos y con altos precios internacionales.

La apreciación acumulada del peso siguió contribuyendo a mantener la inflación cerca al punto medio del rango meta.

Las presiones de demanda sobre la inflación fueron escasas.

Durante el segundo trimestre de 2011 la inflación anual al consumidor se mantuvo de acuerdo con lo previsto en el *Informe sobre Inflación* de marzo. El dato para junio fue de 3,23%, levemente superior al registro de tres meses atrás y también similar al observado en diciembre de 2010 (Gráfico 27 y Cuadro 6).

Gráfico 27
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Con el dato de junio la inflación anual cumplió más de dos años sin superar el techo del rango meta. Este comportamiento está relacionado con unas expectativas de inflación que han estado relativamente ancladas en dicho rango¹¹ gracias la política monetaria adelantada por el Banco de la República, y también ha sido posible por la existencia de excesos de capacidad productiva, con niveles de desempleo altos y a una apreciación acumulada del peso frente al dólar y a otras monedas fuertes de alguna consideración.

La inflación anual se redujo en abril por debajo del punto medio del rango meta, pero en mayo y junio

11 Las expectativas de corto plazo han permanecido dentro del rango, mientras que las de largo plazo que se habían distanciado ya se ubicaron dentro del mismo.

Cuadro 6
Indicadores de inflación al consumidor
(a junio de 2011)

Descripción	Ponderación	Dic-10	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Participación en porcentaje en la aceleración del II trimestre	Participación en puntos porcentuales en la aceleración, año corrido
Total	100,00	3,17	3,19	2,84	3,02	3,23	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	2,82	2,90	2,86	2,81	2,91	3,23	83,34
Transables	26,00	(0,29)	(0,17)	(0,06)	(0,10)	(0,13)	23,01	66,04
No transables	30,52	3,52	3,40	3,45	3,50	3,83	281,58	152,68
Regulados	15,26	6,64	6,91	6,41	6,15	5,96	(301,36)	(135,39)
Alimentos	28,21	4,09	3,93	2,78	3,56	4,08	96,77	16,66
Perecederos	3,88	10,96	3,09	(2,31)	0,83	5,27	185,59	(285,76)
Procesados	16,26	2,32	3,48	2,93	3,55	3,30	(58,06)	237,46
Comidas fuera del hogar	8,07	4,52	5,17	5,01	4,91	4,97	(30,76)	64,97
Alimentos	28,21	4,09	3,93	2,78	3,56	4,08	96,77	16,66
Transables importados	6,38	3,41	4,36	4,44	5,65	6,17	226,38	253,79
Transables no importados	5,72	3,11	2,79	2,30	2,06	1,64	(140,71)	(135,12)
No transables clima	4,22	8,44	2,49	(1,85)	1,85	5,77	301,75	(140,40)
No transables resto	3,81	0,91	3,94	1,47	1,54	0,45	(259,89)	(26,59)
No transables comidas fuera del hogar	8,07	4,52	5,17	5,01	4,91	4,97	(30,76)	64,97
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		2,82	2,90	2,86	2,81	2,91		
Núcleo 20		3,17	3,12	3,03	3,08	3,43		
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		2,65	2,79	2,83	2,93	3,05		
Inflación sin alimentos ni regulados		1,79	1,80	1,88	1,89	2,06		
Promedio de todos los indicadores		2,61	2,65	2,65	2,68	2,86		

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

aumentó ligeramente. La reciente aceleración se atribuye principalmente a alzas en alimentos, en especial en algunos de los que fueron afectados por el fenómeno climático de La Niña. Igualmente, presiones alcistas también se registraron por cuenta de bienes importados, como se detallará (Cuadro 6).

En lo corrido del año la inflación al consumidor muestra una dinámica similar a la que se observó durante el primer semestre del año pasado: el aumento acumulado del IPC en este período fue de 2,53% frente a 2,47% de 2010. Cabe señalar que en la última década la inflación acumulada durante los primeros seis meses ascendió en promedio al 81% de la inflación causada en todo el año. Esto implica que es

Durante el segundo trimestre se presentarán reducciones en los precios de una amplia gama de bienes importados.

bastante alta la probabilidad de que aquella se ubique dentro del rango meta definido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) (de 2,0% a 4,0%) para finales de este año.

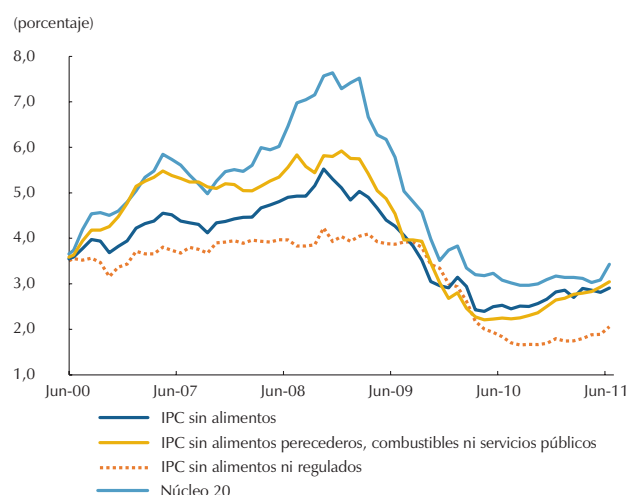
En todo este período la inflación al consumidor no afrontó importantes presiones de demanda, a pesar del dinamismo que viene mostrando el consumo. En efecto, la brecha del producto se mantuvo en terreno negativo durante mayor parte de estos seis meses, aunque se estima que se cerró al finalizar el segundo trimestre (véase capítulo IV, pp. 52). Además, la apreciación del peso continuó compensando, en parte, el aumento del costo de las materias primas. De igual manera, los ajustes de salarios aún son moderados y compatibles con el cumplimiento de la meta de inflación.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

La inflación básica ha mostrado una gran estabilidad en lo corrido del año después de los leves aumentos que se presentaron a finales de 2010. Únicamente en junio se observó un alza de alguna relevancia, la cual no había sido anticipada por las proyecciones efectuadas en marzo. Así, a dicho mes el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica terminó en 2,9%, lo cual es 20 pb por encima de lo reportado en marzo y 30 pb más que en diciembre de 2010.

A lo largo del semestre los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República se situaron dentro del rango meta de inflación, siendo el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos ni regulados el de menor nivel (2,1% a junio), mientras que el núcleo 20 (con 3,4% en junio) fue el más alto, como viene sucediendo desde hace varios trimestres. En particular, el IPC sin alimentos se situó en 2,9% y no mostró una tendencia definida en los dos últimos trimestres, manteniéndose siempre por debajo del punto medio del rango meta (Gráfico 28).

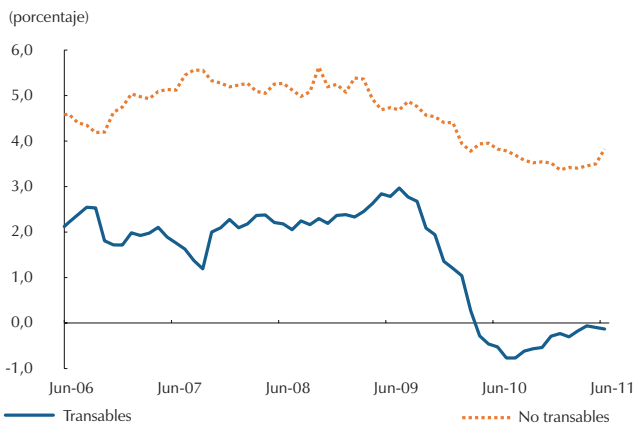
Gráfico 28
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

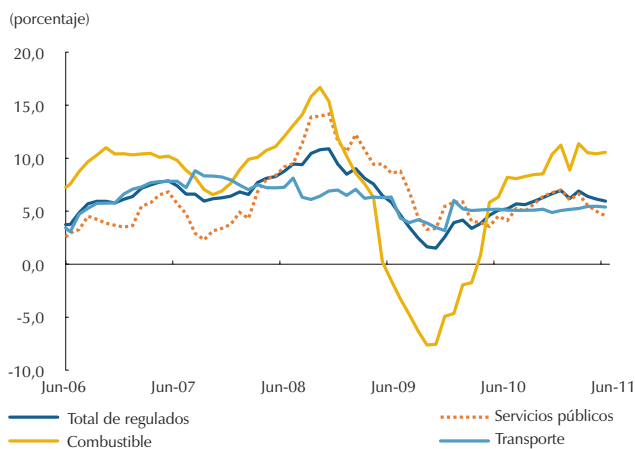
El comportamiento de la inflación básica y en particular del IPC sin alimentos siguió influido en buena parte por la apreciación acumulada del tipo de cambio. En el segundo trimestre esta circunstancia siguió permitiendo una variación anual negativa en la canasta de transables sin alimentos ni regulados que no se esperaba en el informe anterior (Gráfico 29). Durante el segundo trimestre, al igual que en los primeros tres meses de 2011, se observaron caídas en los precios de una amplia gama de bienes importados que abarcan desde automóviles, hasta equipos electrónicos, de comunicación y electrodomésticos. Aumentos de precios se registraron tan solo en joyería y artículos de aseo, quizá por lo que se encuentran más vinculados con el precio de las materias primas.

Gráfico 29
Inflación anual de transables y no transables, sin alimentos ni regulados



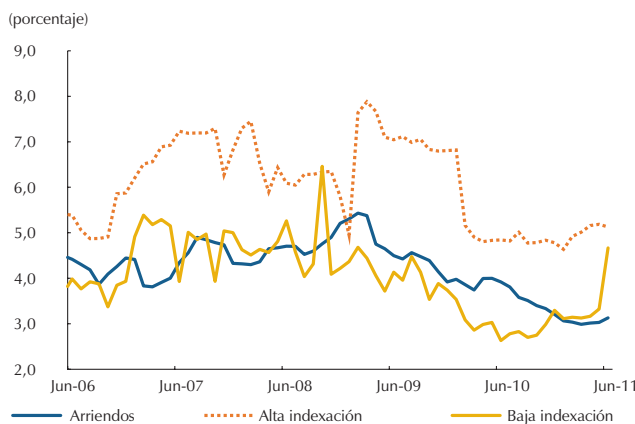
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 30
Inflación anual de regulados y sus componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
Inflación anual de no transables



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los otros dos componentes del IPC sin alimentos, los regulados y los no transables sin alimentos ni regulados, mantuvieron variaciones anuales por encima del punto medio del rango meta a lo largo de los últimos tres meses. Sin embargo, en el caso de regulados se presentó una desaceleración importante (de 6,9% en marzo a 6,0% en junio) gracias al componente de servicios públicos, especialmente por energía, cuya tarifas han presentado menores ajustes que el año pasado. Esto último ha sido posible gracias al aumento en el nivel de los embalses a raíz del fenómeno de La Niña, que ha permitido sustituir la generación de energía térmica, que es más costosa, por la hidráulica (Gráfico 30).

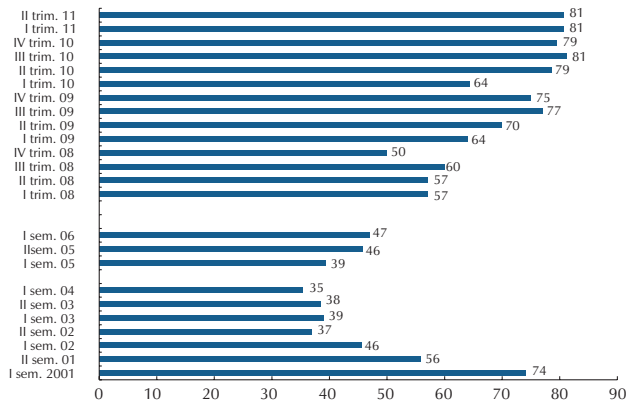
En el caso de los combustibles (un ítem del IPC de regulados) los descensos del precio internacional del petróleo observados en los últimos meses mermaron los aumentos en el precio interno de la gasolina. En el segundo trimestre este precio solo se incrementó en junio, con lo cual los combustibles dejaron de presionar al alza la inflación anual. Por su parte, los precios del transporte han seguido sin ser fuertemente afectados por el aumento acumulado del precio de la gasolina, aunque los ajustes anuales en este caso son altos en comparación con el rango meta (alrededor de 5,0% desde comienzos del año pasado) (Gráfico 30).

Con respecto a los no transables, el resultado al finalizar el segundo trimestre fue de 3,8%, mayor que el observado un trimestre atrás (3,4%). Todo el aumento se dio en el mes de junio, pues la variación anual de esta canasta mostró una gran estabilidad a lo largo de los primeros cinco meses del año (Gráfico 29).

Las alzas de junio en no transables se concentraron en el subgrupo de rubros con baja inercia inflacionaria, la cual incluye servicios personales en su mayor parte (Gráfico 31). Específicamente, el grueso del aumento provino de los servicios de diversión, cultura y esparcimiento, y estuvo asociado con el alza en las boletas de fútbol. Se espera, sin embargo, que esta sea en gran parte transitoria, como ha sucedido en el pasado, y que en algún momento se revierta entre el tercero y cuarto trimestres.

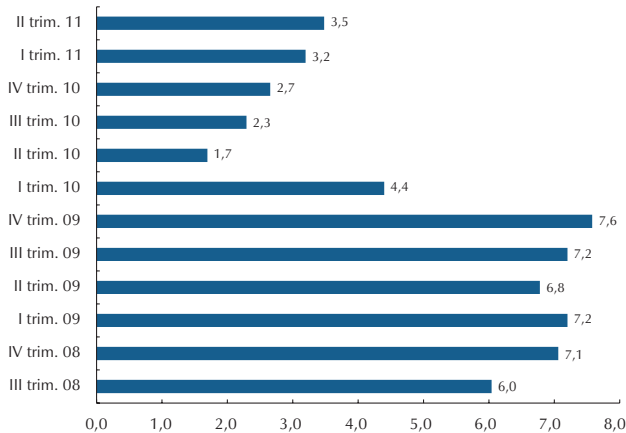
Por su parte, los arriendos, el rubro de mayor ponderación en el IPC total, siguieron presentando una

Gráfico 32
Tiempo promedio para arrendar un inmueble residencial (días)



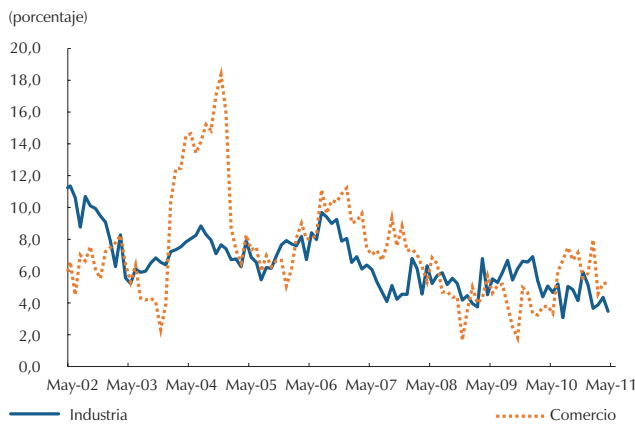
Fuente: Lonja de Propiedad Raíz de Bogotá.

Gráfico 33
Promedio de incremento en el canon de arrendamiento de las viviendas desocupadas que se volvieron a arrendar



Fuente: Lonja de Propiedad Raíz de Bogotá.

Gráfico 34
Salarios nominales (variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

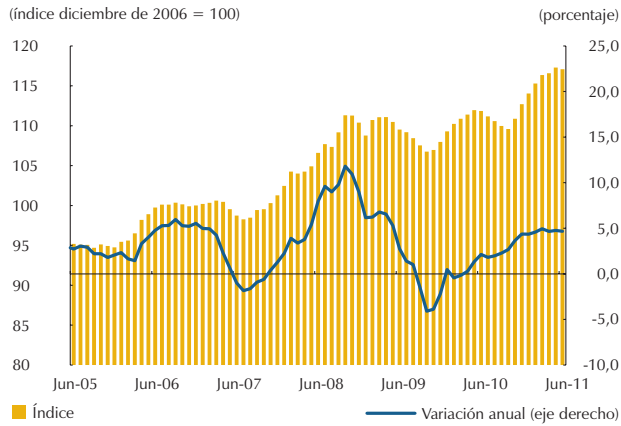
variación anual alrededor del 3%, como sucede desde comienzos de año. Este ritmo de ajuste es el más bajo observado desde comienzos de 2003. Dicho comportamiento guarda relación con la situación reciente del mercado inmobiliario, el cual tendió a enfrentar aumentos en la oferta en los dos últimos años debido al auge de la construcción hasta 2008 y al estancamiento de la demanda. El aumento del indicador de vacancia (tiempo promedio para arrendar un inmueble) de la Lonja de Bogotá entre 2008 y 2011 es una evidencia al respecto (Gráfico 32). No obstante, esta situación podría estar empezando a cambiar, a juzgar por otro indicador de la Lonja el cual muestra que el canon de arrendamientos para las viviendas que han sido desocupadas y vueltas a arrendar se está ajustando a tasas crecientes, superiores ya al 3% (Gráfico 33).

El desempeño de la inflación de transables y no transables se ha visto favorecido por las pocas presiones de costos, tanto salariales como no salariales. En el primer caso, la información disponible a mayo muestra que los salarios industriales de la construcción se ajustaban a tasas entre 3% y 4%. En el comercio los aumentos han sido mayores (5,6%), pero por debajo de lo observado el año pasado (Gráfico 34). En cuanto a los costos no salariales, una aproximación, como es el índice de precios del productor (IPP), muestra una tasa de crecimiento de 4,7% a junio, cifra estable respecto a los valores observados desde marzo y no muy lejos del techo del rango meta (Gráfico 35). En este caso, la apreciación del peso también ha ayudado a atenuar los incrementos de precios.

B. LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS

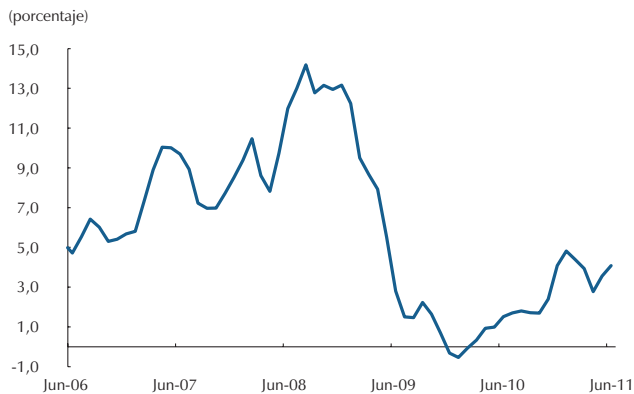
La inflación anual de alimentos se aceleró en mayo y junio de manera similar a como había sido anticipado en el informe trimestral anterior. El aumento ocurrió después de una caída importante entre enero (4,8%) y abril (2,8%), una vez pasaron los efectos de la fuerte temporada de lluvias de finales de 2010 (Gráfico 36). Los incrementos de mayo (a 3,6%) y junio (a 4,1%) obedecieron a alzas en los precios de los alimentos importados y de aquellos más vulnerables al cambio en las condiciones climáticas.

Gráfico 35
IPP total



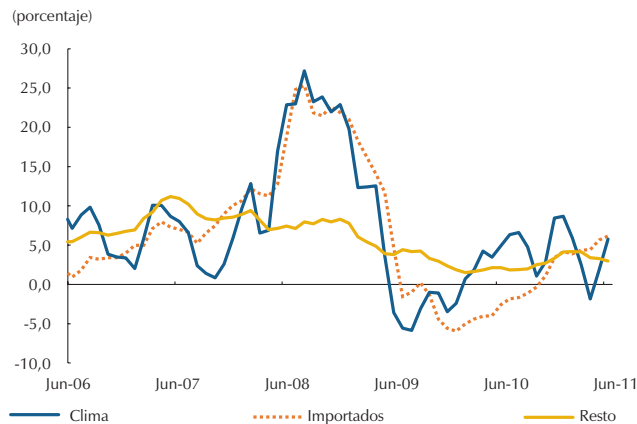
Fuente: DANE.

Gráfico 36
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
Inflación anual de alimentos por grupo



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los alimentos importados (cereales y aceites, principalmente) han venido ejerciendo algunas presiones inflacionarias desde hace tres trimestres, cuando los aumentos de los precios internacionales ocurridos en la segunda mitad de 2010 se empezaron a trasladar a los precios al consumidor en Colombia (Gráfico 37). No obstante, la transmisión de precios externos a internos ha sido poca: mientras los primeros se incrementaron 39% en los últimos doce meses, los segundos lo hicieron en solo 6,2%. A esta baja tasa ha contribuido la apreciación acumulada del tipo de cambio, que anualmente alcanzó el 7,1%.

Por su parte, los alimentos altamente perecederos, en especial frutas y hortalizas, volvieron a registrar alzas de importancia que, en parte, pueden ser atribuidas a los problemas que generó la segunda ola invernal a mediados de año por el fenómeno de La Niña. Sin embargo, no se puede descartar que factores asociados con el ciclo normal de la oferta de estos productos también estén detrás de estos incrementos (Gráfico 37).

Recuadro 3

¿QUÉ NOS DICEN LOS ÍNDICES DE CONFIANZA?

Juan Manuel Julio
Anderson Grajales*

Entre las herramientas con que cuenta la autoridad monetaria para el monitoreo de la economía, los indicadores de confianza desempeñan un papel preponderante. Aquellos miden la percepción de los consumidores y los empresarios sobre su situación económica actual y sobre sus expectativas en el corto y mediano plazos, brindando información oportuna sobre la evolución de la economía. Así, dado que los datos oficiales sobre el desempeño de la economía se conocen con rezago, para el público y para el Banco de la República en particular la información de los indicadores es útil porque le permite disminuir la incertidumbre asociada con el comportamiento de variables como el PIB, los precios y el empleo. De esta forma, tal herramienta ofrece a la autoridad monetaria un insumo adicional al momento de la toma de decisiones que apunten al cumplimiento de sus objetivos de política económica.

Las medidas de confianza no son nuevas y su utilidad ha sido ampliamente discutida en la literatura. Diferentes autores han mostrado que los indicadores de confianza muestran una alta correlación con los ciclos económicos y tienden a adelantar las recesiones y su posterior recuperación (Dominitz, J. y Manski, C., 2004). La literatura también resalta algunas ventajas que tienen las encuestas de confianza sobre los estudios cuantitativos. Se señala, por ejemplo, que los índices de confianza son más oportunos, pues se basan en muestras pequeñas y, son más precisos, dado que ofrecen a los encuestados menos respuestas alternativas. Además, se anota que son menos sensibles a fenómenos idiosincrásicos de los hogares o empresas, porque las ponderaciones de las preguntas son iguales para toda la muestra (Moore, 1954 y 1955; Kennedy, 1991; Keeton y Verba, 2004).

Tal instrumento también presenta desventajas con respecto a los estudios cuantitativos. Algunos trabajos han encontrado, por ejemplo, que los indicadores de confianza pueden mostrar resultados imprecisos producto del reducido tamaño de la muestra con que cuentan; también resultados inexactos, porque los encuestados podrían confundir las respuestas tipo “no cambió”, con las “no sé”. Se ha observado, asimismo, que los encuestados podrían contestar las preguntas con

base más en sus deseos que en su situación real actual (Keeton y Verba, 2004).

A pesar de sus desventajas, los índices de confianza son de uso generalizado internacionalmente y cuentan con amplia difusión en los medios de comunicación. De hecho, Zimmerman (1997) muestra que desde 1997 se realizan más de 185 encuestas de confianza en más de 56 países.

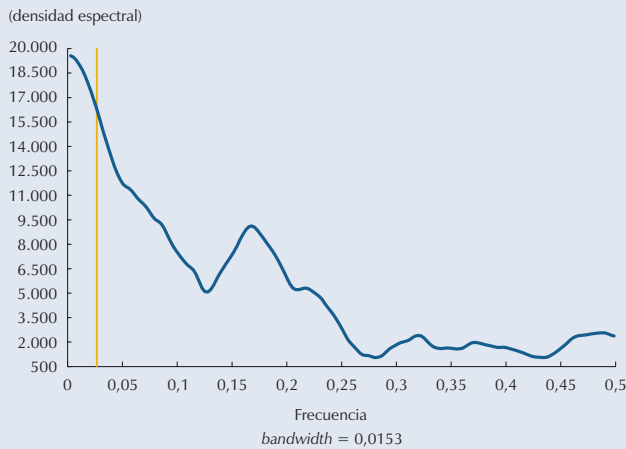
Reconociendo la importancia del tema, se realizó un estudio cuyo objetivo fue medir el contenido informativo de los índices de confianza de las encuestas de Opinión del consumidor y de Opinión empresarial de Fedesarrollo (Julio y Grajales, 2011). Para cuantificar el contenido informativo se usaron varias herramientas. En primer lugar se utilizó el análisis espectral para averiguar cuáles frecuencias dominan los movimientos periódicos de los índices. Junto con esta metodología se analizó la correlación cruzada para determinar la relación entre los índices de confianza y un conjunto importante de indicadores de la actividad económica local y externa. Paralelamente, por medio de modelos ARX se investigó el contenido informativo de los índices con relación a la información disponible en su uso en tiempo real. Los principales resultados se presentan a continuación.

Los índices de confianza colombianos presentan movimientos de alta frecuencia¹ que no contienen información (son ruido). Paralelamente, contienen información sobre cambios en la tendencia de la actividad económica, es decir, sobre movimientos de más de tres años que están relacionados con los ciclos económicos. Lo anterior se desprende del análisis espectral del cual el Gráfico R3.1 constituye un ejemplo. El gráfico muestra, para el caso del indicador de confianza de la industria (ICI), su varianza total como el área por debajo de la curva y permite conocer cuál es la contribución de cada frecuencia a esta varianza. En este gráfico se observan dos características comunes a todos los índices de confianza. En primer lugar, los movimientos periódicos de menos de tres años de duración representan un porcentaje importante de su variación total (el área debajo de la curva para frecuencias mayores a 0,027 es substancial). Se aprecia, también, una contribución importante a la varianza de movimientos periódicos relacionados con los ciclos de la actividad económica (área bajo la curva para frecuencias menores a 0,027).

* Los autores son, en su orden, investigador principal del Banco de la República y profesional del Departamento de Programación Macroeconómica e Inflación. Las opiniones expresadas son de responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 La frecuencia es el inverso del período. Así por ejemplo para una serie mensual una frecuencia de $1/2 = 0,5$ equivale a tener un período de dos meses. El período a su vez se define como el tiempo que le toma a una serie completar un ciclo. Por tanto, una serie que presente movimientos de alta frecuencia es una en la que se observan movimientos rápidos (alta volatilidad) por cuanto se completa los ciclos en pocos meses.

Gráfico R3.1
Densidad espectral para el índice de confianza industrial



Fuente: Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

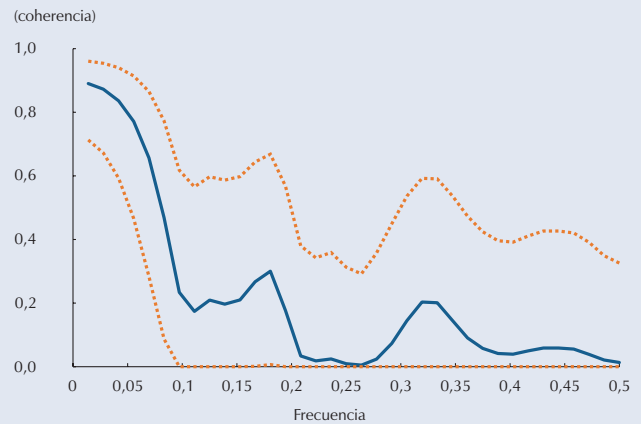
El mismo análisis para los índices de confianza de otros países de Latinoamérica y para los Estados Unidos mostró que la contribución a las varianzas totales de las diferentes frecuencias es similar a la encontrada en los índices colombianos.

El análisis de correlación cruzada mostró que en términos mensuales los índices de confianza colombianos presentan relaciones contemporáneas relativamente altas con las variables de actividad económica local. De igual forma exhibieron correlaciones fuertes con los índices de confianza de otros países. Las correlaciones cruzadas entre los índices de confianza y sus preguntas individuales con indicadores laborales, monetarios, de precios, de cuentas nacionales y de actividad real diferentes al PIB son relativamente altas. Adicionalmente, las correlaciones máximas son inferiores a 0,85 en todos los casos y tienden a ser contemporáneas.

La correlación entre los índices de confianza, las variables de actividad y los índices de confianza de otros países se explica principalmente por la correspondencia entre los movimientos relacionados con los ciclos de la actividad económica. Esto se concluye analizando la coherencia cuadrática entre las series, la cual presenta la misma información que el análisis espectral mencionado aunque para la correlación entre las series. Es decir, señala la contribución de cada frecuencia a la correlación entre dos series. El Gráfico R3.2 muestra, a modo de ejemplo, el resultado del análisis de coherencia cuadrática para el caso del índice de sentimiento económico del comercio colombiano y el indicador de confianza de Chile. Como puede observarse, la contribución a la correlación de los movimientos comunes de corto plazo (de frecuencia mayor a 0,1) es pequeña y no es significativamente distinta de cero.

La no significativa correlación de los ruidos implica que las variaciones de corto plazo (de alta frecuencia) de los índices

Gráfico R3.2
Coherencia cuadrática entre el índice de sentimiento económico del comercio colombiano y el índice de confianza de Chile

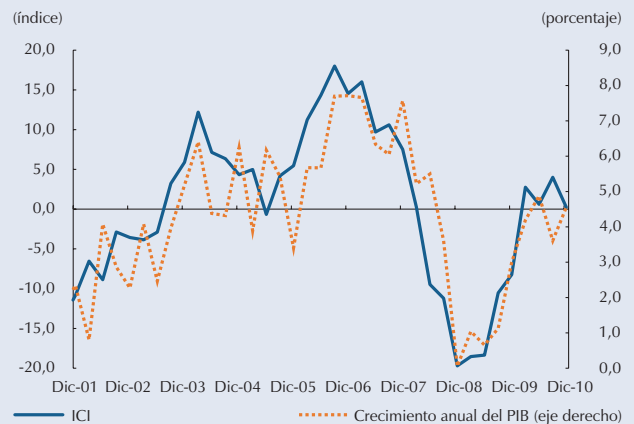


Fuentes: Fedesarrollo, UDD; cálculos del Banco de la República.

ces de confianza deben ignorarse, pues los ruidos no están relacionados con cambios de corto plazo de las variables de actividad económica. Además, implica que el ruido de los índices debe filtrarse para obtener sus variaciones de mediano a largo plazos, las cuales sí están correlacionadas con los ciclos de la actividad económica.

La relación contemporánea entre los índices de confianza y el crecimiento anual del PIB y de algunas de sus desagregaciones es fuerte (Gráfico R3.3). También lo es la correlación contemporánea entre los índices y la tasa de desempleo de las siete ciudades más importantes del país. La fortaleza de estas relaciones se debe, en parte, a que para calcularlas se utilizó el promedio trimestral de los índices de confianza y sus preguntas individuales y, como se sabe, este promedio es un filtro sencillo de los movimientos de corto plazo. Sin em-

Gráfico R3.3
Crecimiento anual de PIB e índice de confianza industrial (ICI)



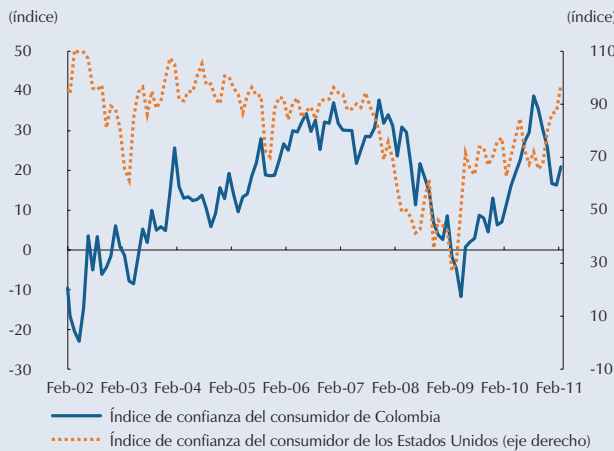
Fuentes: Fedesarrollo, DANE; cálculos del Banco de la República.

bargo, el hecho de utilizar los promedios trimestrales reduce la posibilidad de encontrar indicadores líderes.

Se encontró que los índices de confianza contienen información sobre la actividad económica adicional a la disponible en la variable de actividad económica rezagada. Las variaciones de los índices de confianza contemporáneos y sus preguntas individuales explican un alto porcentaje de los movimientos del PIB, aún si se tiene en cuenta la varianza explicada por el rezago de la variable de actividad. Igual resultado se encontró para las desagregaciones del PIB y la tasa de desempleo de las siete ciudades.

La relativamente fuerte correlación entre los índices de confianza colombianos, los de otros países latinoamericanos y de los Estados Unidos podría ser de naturaleza coyuntural. Así, por ejemplo, durante la reciente crisis financiera las correlaciones entre los índices de confianza de estos países se incrementaron y, sin embargo estos niveles de correlación no se garantizan para otros períodos o diferentes tipos de crisis (Gráfico R3.4).

Gráfico R3.4
Índice de confianza del consumidor de Colombia y de los Estados Unidos (Conference Board)



Fuentes: Fedesarrollo, Conference Board; cálculos del Banco de la República.

Finalmente, los índices de confianza podrían contener información no sólo sobre los cambios de tendencia de la actividad económica sino también sobre la tasa de crecimiento anual de algunas variables. Lo anterior lo indican los resultados de modelos ARX estimados entre el crecimiento anual del PIB y sus desagregaciones; la tasa de desempleo de siete ciudades, y los índices de confianza y sus preguntas individuales.

Referencias

Dominitz, J.; Manski, C. (2004). "How Should We Measure Consumer Confidence?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, Evanston.

Julio, J.; Grajalas, A. (2011). "¿Qué nos dicen los índices de confianza?", Borradores de Economía, 659, Banco de la República de Colombia, Bogotá.

Keeton, W.; Verba, M. (2004). "What Can Regional Manufacturing Surveys Tell Us?: Lessons from the Tenth District", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Kennedy, J. (1991). "Empirical Relationships between the Total Industrial Production Index and its Diffusion Indexes", *Finance and Economics Discussion Series*, 163, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D. C.

Moore, G. (1954). "Analyzing Business Cycles", *The American Statistician*, vol. 8.

Moore, G. (1955). "Diffusion Indexes: A Comment", *The American Statistician*, vol. 9.

Zimmerman, K. (1997). "Analysis of Business Surveys", en M. H. Pesaran y P. Schmidt (eds.), *Handbook of Applied Econometrics: Microeconomics*, Oxford: Blackwell.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

El equipo técnico del Banco de la República elevó el pronóstico de crecimiento para 2011 a un rango entre 4.5% y 6.5%. Para 2012 la estimación se ubica en el mismo intervalo, aunque predominan los riesgos a la baja.

El fuerte impulso de la demanda interna al crecimiento en 2011 sugiere una alta probabilidad de que la brecha del producto se encuentre en terreno positivo en el segundo semestre de 2011 y en todo 2012.

A pesar de las alzas recientes de la inflación, los pronósticos para 2011 y 2012 se sitúan aún dentro del rango meta. Así, la probabilidad de cumplirla en 2011 y 2012 continúa siendo alta. Esto enmarcado en una política monetaria activa que se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Los factores que han impulsado el crecimiento en los últimos trimestres deberán seguir presentes en el resto del año, de no observarse una profundización importante de la crisis en los países desarrollados. En el plano externo se esperan elevados términos de intercambio que favorecerían el ingreso nacional, un buen flujo de IED y de remesas, así como una mayor demanda mundial por las exportaciones del país. En el plano interno sobresale una consolidación de los altos niveles de confianza de consumidores y empresarios y un repunte del consumo del Gobierno y de la inversión pública, que junto con el efecto estadístico de una baja base de comparación en el tercer trimestre de 2010, garantizaría una expansión anual de la actividad económica en 2011 superior a la que se registró el año pasado.

En 2011 la expansión de la economía será superior a la de 2010, de no presentarse un deterioro drástico de la economía mundial en la segunda mitad del año.

Adicionalmente, en el presente informe se realizó por primera vez un ejercicio de pronóstico para el crecimiento del PIB en 2012. Los resultados indican que la dinámica de la economía podría ser similar a la que se tendría en 2011, aunque con un balance de riesgos que se inclina notoriamente a la baja, sobre todo por cuenta de los recientes temores de una nueva recaída en los países desarrollados. Además, dado que la incertidumbre se incrementa cuanto más lejano sea el horizonte de

Para 2012 la dinámica de la economía sería similar a la de 2011, aunque predominan los riesgos a la baja, asociados con la posible recaída de la economía mundial.

pronóstico, los ejercicios de riesgo muestran distribuciones de probabilidad bastante amplias para el crecimiento de 2012.

Para realizar el pronóstico de crecimiento para 2011 y 2012 se tuvieron en cuenta las proyecciones de diferentes variables internas y externas contenidas en los tres escenarios de balanza de pagos presentado en el capítulo I. Adicionalmente, para parametrizar algunos de los modelos de pronóstico, se hicieron los siguientes supuestos para el consumo del Gobierno y la inversión en obras civiles. Para 2011 el crecimiento del consumo público se ubicaría dentro de los intervalos comprendidos entre 2% y 3%, mientras que el gasto en obras civiles lo haría entre -2,8% y -0,8%. Para 2012 el consumo mostraría una expansión entre 2,9% y 4,9%, y la inversión estaría entre 12,4% y 14,4%.

Los resultados para todo 2011 sugieren que en los tres escenarios de balanza de pagos el consumo de los hogares aumentaría más rápido que en 2010, con una tasa similar a la registrada en 2007, la más alta de la década anterior. Los componentes que impulsarán el buen desempeño del consumo privado serían el consumo de bienes durables y semidurables, aunque también se prevé una aceleración del crecimiento de las compras de bienes no durables y de servicios.

Con excepción del escenario de menor crecimiento mundial, los diferentes modelos apuntan a un aumento de la inversión similar al observado en 2010. Por componentes se destaca una aceleración en la inversión en obras civiles en el segundo semestre que, sin embargo, no logra compensar la caída de la primera mitad del año. Por ello, la mayor contribución a la dinámica de la inversión total para todo 2011 la brindaría la inversión diferente a obras civiles. El comportamiento previsto para la formación bruta de capital implicaría que en 2011 la inversión continuaría ganando participación y representaría cerca del 28% del PIB.

En lo referente al comercio exterior, para 2011 se espera una aceleración de las exportaciones con respecto al moderado crecimiento que registraron en 2010. Con este desempeño se pondría fin al estancamiento en niveles de las ventas externas observado desde 2007. La expansión estaría explicada por un incremento en la producción de materias primas, aunque en algo también contribuiría la mayor demanda de algunos de nuestros socios comerciales de la región, como Ecuador. Por productos sobresaldría el desempeño previsto para las ventas de petróleo y café. Por el contrario, para el año completo se presentaría una reducción en los volúmenes exportados de ferróniquel, que obedece a la interrupción de su producción a principios de año. Por otra parte, aunque en las importaciones es donde se tiene mayor incertidumbre, en los escenarios central y de mayor crecimiento se prevé una expansión importante de este agregado, que debería ser superior a su promedio desde 2000. Esto se explicaría por la dinámica de las compras de bienes durables y de materias primas, tal como ha pasado en lo corrido del año.

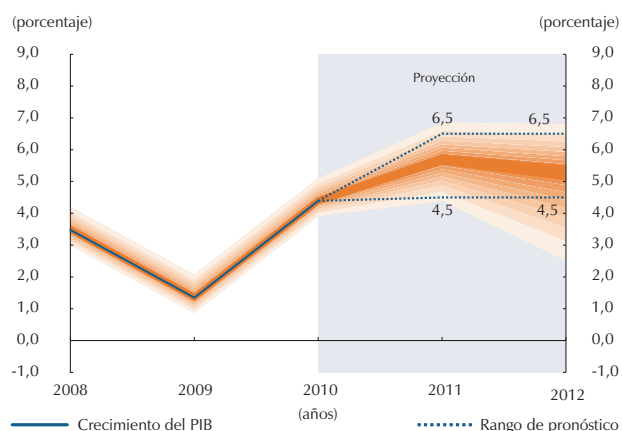
El consumo de los hogares será el gasto que más contribuirá al crecimiento de 2011 y 2012.

Por el lado de la oferta, se espera que la minería sea el sector más dinámico durante 2011, constituyéndose en el único que registraría una tasa de crecimiento de dos dígitos. El choque de oferta originado por el cierre parcial de Cerro Matoso dejará

de afectar la producción de ferroníquel en el segundo semestre, lo que, unido a la permanente expansión de la extracción de petróleo, contribuirá a que el PIB minero muestre importantes tasas de crecimiento anual en dicho período. Además de la minería, los sectores de comercio, industria y servicios financieros e inmobiliarios contribuirán de manera significativa al crecimiento de 2011, afín con lo observado en la primera mitad del año.

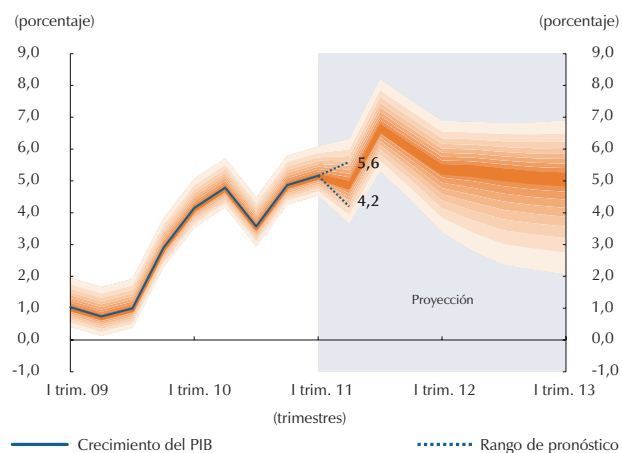
Teniendo en cuenta todo lo anterior, en el presente informe se estimó un intervalo de pronóstico para 2011 levemente superior al mostrado en el *Informe sobre Inflación* anterior. Así, el PIB durante todo 2011 alcanzaría un crecimiento entre 4,5% y 6,5% (el anterior intervalo previsto estaba entre 4,0% y 6,0%). Además, la senda señalada como más probable por el balance de riesgos se ubica un poco por encima del punto medio de dicho intervalo, como se ilustra en los *fan chart* de crecimiento (gráficos 38 y 39). Como se mencionó, el rango de pronóstico propuesto no contempla un deterioro importante de las condiciones externas como resultado de una posible crisis de deuda en los países desarrollados o una desaceleración adicional en el crecimiento de los Estados Unidos.

Gráfico 38
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

deterioro importante de las condiciones externas como resultado de una posible crisis de deuda en los países desarrollados o una desaceleración adicional en el crecimiento de los Estados Unidos.

Respecto a las proyecciones para 2012, los escenarios considerados no prevén grandes cambios en las condiciones externas e internas que afecten el crecimiento en 2011. Sin embargo, cuando se producía este informe eran evidentes los riesgos a la baja en el contexto externo debido a las señales recientes sobre el debilitamiento del crecimiento mundial. Por tanto, si bien para 2012 se estima un intervalo de pronóstico igual al que se tiene para el presente año (entre 4,5% y 6,5%), predominan sobre este los riesgos a la baja, que se manifiestan en *fan chart* sesgados hacia abajo en dicho año (gráficos 38 y 39).

Por tipo de gasto, en 2012 se destacará la contribución al crecimiento por parte del consumo de los hogares y en menor medida por la inversión, principalmente porque se prevé que la inversión diferente de obras civiles registre una expansión moderada. Para las importaciones a precios constantes se proyecta una desaceleración significativa en su tasa de aumento, explicada en buena medida por la alta base de comparación, que resulta del buen desempeño previsto para las compras externas en 2011.

Teniendo en cuenta las proyecciones anteriores, se reestimó el crecimiento del PIB potencial o no inflacionario y la brecha del producto. Así, las revisiones al alza del pronóstico del PIB llevaron también a un

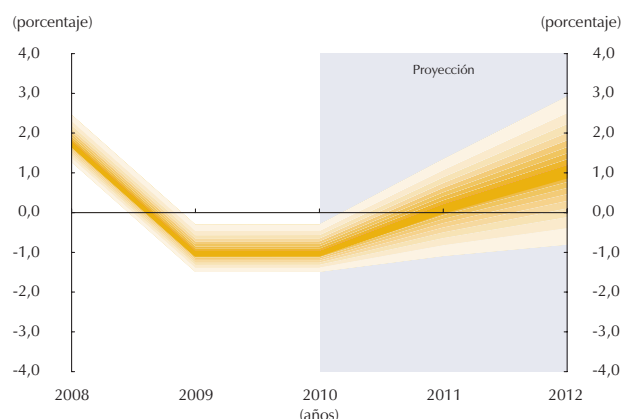
incremento en las estimaciones del producto no inflacionario. Esto se debe, en parte, a un mayor volumen de inversión frente al previsto en el informe anterior (en especial para 2011), lo que permite un aumento de la capacidad productiva mayor que el proyectado. Adicionalmente, la oferta laboral ha sido levemente mayor que lo estimado en informes anteriores y la productividad multifactorial estaría dejando de caer en 2011 para aportar positivamente en los años siguientes.

Lo anterior implica que las estimaciones del Banco muestran un crecimiento potencial que se ubicaría entre 4,2% y 4,7% para 2011. Este rango es ligeramente superior al estimado en el informe de marzo, el cual era de 4,0% a 4,5% para este año.

En cuanto a la brecha del mercado laboral, las estimaciones del Banco indican que la TD actualmente está un poco por encima de aquella compatible con una inflación estable (Nairu, por sus siglas en inglés). Sin embargo, la mayor dinámica observada del empleo, así como la aceleración de la actividad económica que se espera para lo que resta de 2011, llevan a prever que el desempleo descienda en los próximos trimestres hasta ubicarse cerca, o incluso por debajo, de su nivel natural.

Por ello, según las estimaciones del Banco de la República, el mercado laboral dejaría de presentar un exceso de oferta a finales del año y principios de 2012.

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



Fuente: Banco de la República.

Dado todo lo anterior, la brecha del producto se ubicaría en 2011 en un rango entre -1,2% y 1,2% (frente a -0,9% y 0,6% estimado en el informe anterior). Sin embargo, como lo muestra el *fan chart* de brecha, y al igual que en el informe anterior, la senda más probable de esta variable se ubica en terreno positivo para el promedio de 2011 (Gráfico 40). Ello indica que la brecha del PIB se habría cerrado en el segundo trimestre del año y se haría positiva en el tercer y cuarto trimestres.

Debido a que se espera un crecimiento del PIB que se ubique aún por encima del potencial, para 2012 cabe esperar una ampliación de la brecha. Así, aunque la incertidumbre es amplia debido al lejano horizonte de pronóstico, se prevé que la brecha del producto se ubicara en terreno claramente positivo hacia finales de 2012.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

En el informe anterior se identificaron tres variables cuyo comportamiento podrían determinar la evolución de la inflación anual al consumidor en lo que resta de 2011 y hacia 2012: i) los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas; ii) los precios internacionales de los alimentos, y iii) el crecimiento de la demanda interna. Para el informe actual estas variables siguen desempeñando

La senda de pronóstico del IPC de no transables sin alimentos ni regulados se elevó como resultado de las mayores presiones de demanda y de costos salariales previstas.

un papel crucial en los pronósticos de inflación, aunque los énfasis han cambiado a raíz de los acontecimientos recientes. Específicamente, hacia los próximos seis u ocho trimestres las presiones de demanda tenderán a tener un protagonismo creciente y mayor que el contemplado antes, mientras que las presiones provenientes de los precios externos, sin desaparecer, deberían pasar a un segundo plano.

El mayor crecimiento observado en el primer trimestre frente al proyectado, junto con el fuerte dinamismo que continuaron exhibiendo diversos indicadores reales en el segundo trimestre, en particular del gasto, condujeron nuevamente a un aumento de la proyección del PIB que implicó una reestimación de la brecha del producto y una nueva evaluación de las presiones de demanda para el resto del año y el siguiente. Con estos datos, los modelos del Banco de la República sugieren una ampliación de la brecha del producto más rápida que la prevista antes, por lo que para finales de 2011 y para 2012 las presiones de demanda tenderían a hacerse presentes de manera más evidente que lo que se pensaba antes.

Las mejores perspectivas económicas internas deben ir de la mano de una recuperación más clara del mercado laboral, tanto en número de ocupados como en calidad del empleo. El resultado deberá ser un mercado laboral que dejará de estar holgado antes de lo previsto en el informe de marzo, repercutiendo en ajustes salariales mayores que podrían traducirse en presiones de costos, sobre todo para el próximo año. Las mayores presiones de demanda y de costos salariales también inciden en los ajustes de precios de otras canastas como en la de alimentos y transables. Sin embargo, en estos grupos el impacto tiende a ser menor.

Así las cosas, la modificación más significativa en los pronósticos de inflación ocurrió en la proyección del IPC de no transables sin alimentos ni regulados. Para esta oportunidad se anticipa una senda más alta que la del informe anterior durante los próximos seis trimestres, que estaría por encima del punto medio del rango meta. El aumento en los pronósticos tiene en cuenta la sorpresa inflacionaria que se presentó en junio en servicios de diversión, cultura y esparcimiento, pero supone que esta es una situación en su mayor parte transitoria que desaparecería de la variación anual de los no transables hacia los próximos cuatro trimestres.

Respecto al impacto de los precios internacionales de las materias primas en los precios al consumidor, las disminuciones en sus pronósticos, como se detalla en el capítulo I, tiende a repercutir principalmente en la senda prevista para el IPC de regulados. El pronóstico central para esta canasta descendió frente al del informe de marzo. Se espera que la variación anual siga alta, superando el techo del rango meta en lo que resta de 2011 y para buena parte de 2012, pero luego se ubicaría en la parte superior de este intervalo a finales del próximo año.

Menores precios internacionales de materia primas que los previstos aliviarían las presiones sobre el IPC de regulados.

El impacto principal de la menor senda proyectada para el petróleo se sentiría a través de ajustes más moderados en los precios internos de los combustibles, con las repercusiones que esto tiene sobre los costos del transporte de carga y de pasajeros. Además, en este caso hay que tener en cuenta que a finales de junio el Gobierno estableció la libertad regulada del precio de la gasolina, lo que implica

un precio tope un poco por debajo del que se observaba en muchas estaciones de servicio, por lo que la medida podría ayudar a producir algunas rebajas, o por lo menos limitar las alzas.

El otro efecto de los menores precios internacionales del petróleo y los combustibles se haría sentir en las tarifas de gas domiciliario y de energía eléctrica, en la medida en que esos precios son un componente de las fórmulas de regulación. En energía, hacia los próximos meses también se prevén menores ajustes que antes debido a la mayor capacidad de generación de la hidráulica, que permitirá una mayor sustitución de la energía de origen térmico, la cual es más costosa.

En el pronóstico de los regulados que se presenta en este informe también se contemplan menos presiones no consideradas en el informe de marzo, pero que no tienen que ver con los ajustes asociados con los menores precios internacionales previstos. Tal es el caso de las tarifas de acueducto, que pueden presentar reducciones de importancia hacia el cuarto trimestre por la adjudicación del servicio en Bogotá a nuevos concesionarios.

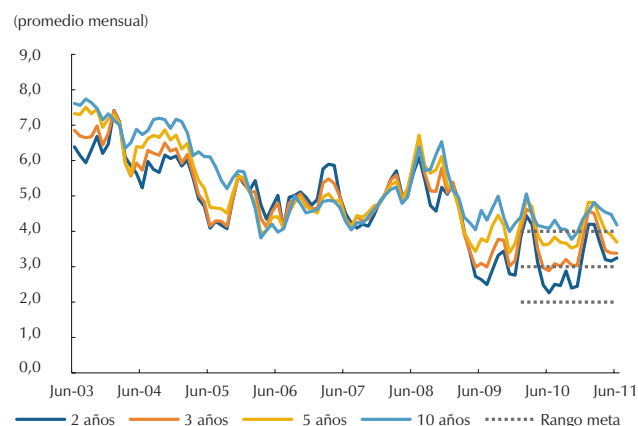
La revisión a la baja de los precios internacionales de alimentos también supone menores ajustes en los precios al consumidor para lo que queda del año y para el próximo. A esto se añade las pocas presiones hacia la depreciación que se anticipan para los próximos meses, lo que seguirá contribuyendo a moderar las alzas. No obstante, la senda central de pronósticos incluye aumentos en los precios de los alimentos de origen importado, que siguen siendo superiores a los que se observarían en promedio en el resto de alimentos para lo que resta de 2011.

Otros factores determinantes de la inflación futura registraron pocos cambios en los últimos tres meses. El principal de ellos, las expectativas de inflación, se terminaron de alinear con la meta de largo plazo del Banco después de haberse

desviado de ella en algunos casos. Así, por ejemplo, las expectativas obtenidas a partir de los títulos de deuda pública (tasa fija vs. UVR) a diez años, que se encontraban por encima del techo del rango meta, convergieron a este en los tres meses anteriores (Gráfico 41).

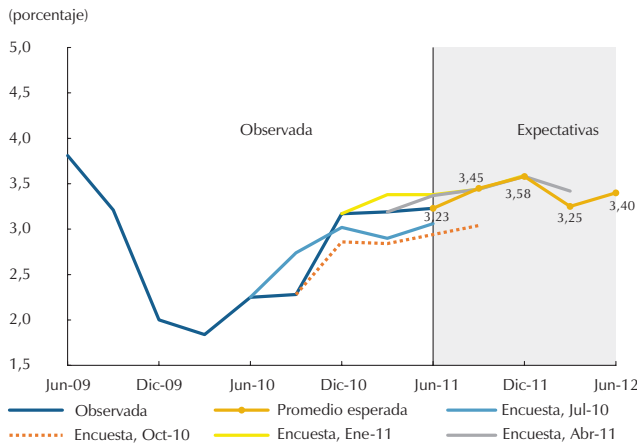
Para la inflación esperada a otros horizontes también se presentaron descensos o se mantuvieron sin grandes cambios cerca del punto medio del rango meta. En particular, la encuesta trimestral del Banco efectuada a una amplia gama de agentes mostró una inflación esperada a doce meses de 3,4% (Gráfico 42), en tanto que la encuesta mensual realizada a operadores del mercado financiero se situó en 3,5% (Gráfico 43). De acuerdo con estas dos encuestas, la inflación para diciembre de 2011 estaría alrededor de 3,3%.

Gráfico 41
Break-even inflation a 2, 3, 5 y 10 años^{a/}



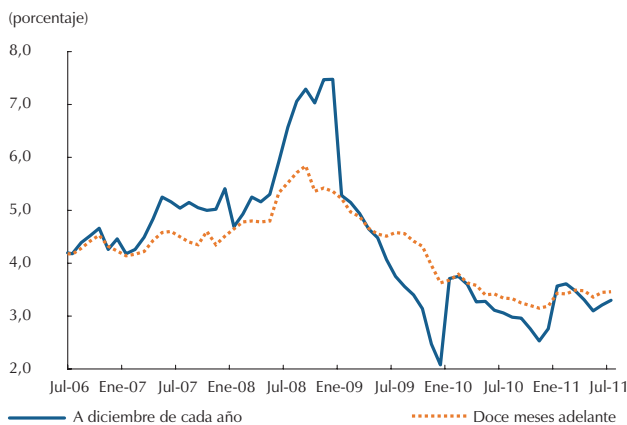
a/ Metodología Nelson y Siegel.
Fuente: Banco de la República.

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



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 43
Pronósticos de inflación anual, según bancos y comisionistas
de bolsa



Fuente: Banco de la República.

Dados estos resultados, no se prevén presiones alcistas provenientes de las expectativas de inflación. Todo lo contrario, en los pronósticos las expectativas contribuyen a mantener la inflación dentro de su rango meta para el resto del año, algo que no era tan claro en el informe de marzo.

Durante el tercer trimestre deberán seguir observándose los efectos de la fuerte temporada de lluvias que se presentó entre marzo y mayo en la oferta agropecuaria y los precios de varios alimentos perecederos. Sin embargo, como sucedió en el pasado, estos serán transitorios y tenderán a desaparecer a lo largo del tercer trimestre.

Teniendo en cuenta lo anterior, en este informe no se anticipan cambios importantes en las tendencias inflacionarias para los próximos trimestres. La senda central de pronóstico para la inflación total anual no se modificó sustancialmente respecto a lo obtenido en marzo, previéndose todavía oscilaciones moderadas alrededor de los niveles observados hoy en día.

Entre julio y septiembre se anticipa una aceleración leve, entre otras razones, como consecuencia de los efectos rezagados del clima en los precios de los alimentos, pero estos aumentos se revertirían hacia finales de año. Así, la variación anual de alimentos terminaría el año y comenzaría 2012 con valores dentro del rango meta. Cabe señalar que a finales del año pasado los aumentos en estos precios fueron relativamente altos, lo que puede ayudar a disminuir este indicador a finales de 2011.

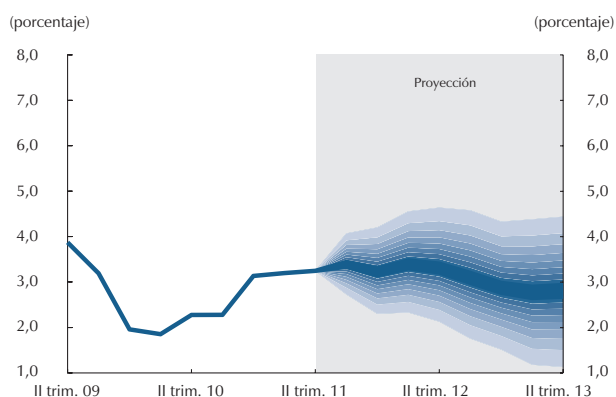
La inflación básica, por su parte, también se mantendrá dentro del rango meta en el próximo año y medio sin una tendencia definida en particular, que resulta de una desaceleración en la variación anual de regulados (como se mencionó) y de una aceleración gradual en la variación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados, por lo menos durante un tiempo. En el primer caso la apreciación acumulada mantendrá esta variable en terreno negativo en lo que resta de 2011, pero hacia 2012 otros factores, tales como el dinamismo de la demanda y posibles aumentos en los costos salariales, harán que regrese a niveles positivos. Para los no transables el impulso que trae la demanda, con una brecha que se abre, junto con menores excesos de capacidad productiva deberán producir una aceleración moderada en la variación anual, que se mantendría hasta comienzos de 2012.

Hacia mediados de 2012 comienzan a verse más claramente los efectos de los aumentos de las tasas de interés de política efectuados entre febrero y julio de este año, atenuando las presiones de demanda y garantizando el anclaje de las expectativas de inflación en la meta. Al respecto, conviene señalar que en los modelos del Banco los ajustes en las tasas tienen su efecto máximo en los precios, con un rezago de entre cuatro y seis trimestres.

2. Balance de riesgos

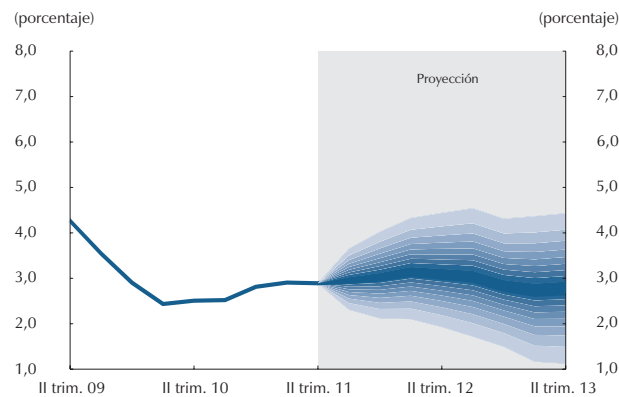
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 44 y 45. Similar a lo observado en el informe anterior, la amplitud de las bandas del *fan chart* continúa revelando una elevada incertidumbre. Esto obedece principalmente a la creciente crisis de confianza que aqueja a las economías desarrolladas, además de los efectos que una eventual desaceleración mundial y un mayor estrés financiero podrían tener sobre variables como la tasa de cambio y los precios internacionales de bienes básicos exportados por Colombia. A pesar de todo esto, el balance de riesgos indica que con una alta probabilidad la inflación podría mantenerse en estos próximos dos años muy cerca del centro del rango meta.

Gráfico 44
Fan chart de la inflación total



Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 45
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: cálculos del Banco de la República.

En general, el balance de riesgo tiene una distribución asimétrica en alguna medida y mantiene un sesgo leve al alza. De todas maneras, frente al informe anterior, este sesgo se ha hecho menos pronunciado, por que los riesgos alcistas por expectativas de inflación y por precios internacionales de materias primas y alimentos disminuyeron.

Para este informe el principal riesgo al alza en materia de inflación es:

- *Una demanda interna más dinámica de lo esperado.* De no presentarse un deterioro de las condiciones económicas internacionales, la economía colombiana, en especial la demanda interna, podría contar con suficiente estímulo

El principal riesgo de una inflación al alza proviene de la demanda interna, que viene presentando un dinamismo significativo.

para crecer por encima de lo previsto en el escenario central. Los indicadores reales disponibles justifican una aceleración del crecimiento hacia el segundo trimestre, que bien podría estar por encima de lo previsto. A ello se suma una importante recuperación de la confianza en julio, cuando el crédito de consumo viene aumentando a tasas de dos dígitos. Si bien los incrementos de las tasas de interés de política y de mercado tenderán a evitar un aumento excesivo del crédito, la transmisión puede tomar más tiempo del contemplado por los modelos del Emisor. Hay que tener en cuenta que en períodos de auge anteriores, el crédito y el consumo han exhibido una inercia considerable. Un crecimiento mayor de la demanda interna frente al esperado en la senda central podría generar presiones inflacionarias de demanda no consideradas en la proyección central.

Entre los riesgos a la baja se destacan:

- *Una desaceleración en la demanda mundial más fuerte que la prevista.* Las economías desarrolladas enfrentan serios problemas relacionados con los altos niveles de endeudamiento de sus gobiernos y el deterioro marcado de sus mercados laborales. Recientemente, las turbulencias financieras han reaparecido como resultado de esto y se han agudizado en un contexto donde el crecimiento de dichos países se ha desacelerado fuertemente y es inferior al esperado por los analistas hace tres meses. Por otra parte, en las economías emergentes el ajuste gradual de su política monetaria podría afectar el desempeño económico local en los próximos trimestres. Estos riesgos aumentaban de manera importante cuando se redactaba este informe, por lo que no pudieron ser evaluados plenamente en el ejercicio de pronóstico. Cabe señalar que, de presentarse un deterioro de la situación internacional, se esperarían efectos negativos sobre las exportaciones del país, los términos de intercambio y, en últimas, sobre el crecimiento y el ingreso nacional disponible, lo que podría conducir a menores presiones sobre la inflación interna. Como sucedió en 2008, estas presiones a la baja podrían compensar con creces las presiones al alza sobre los precios que podrían originarse debido a una depreciación del peso.
- *Una menor inflación de transables que la esperada.* La senda central de pronóstico supone que la inflación de transables retorna a terreno positivo en 2012 y que converge al punto medio del rango meta en el largo plazo. Sin embargo, es posible que los precios de los bienes importados continúen bajando, como ha sucedido en los últimos dos años, en especial si los tratados de libre comercio que está firmando el país se traducen en una reducción rápida de aranceles. Esta situación no está contemplada en los pronósticos de este informe.

La probabilidad de que la inflación se ubique en el rango meta en 2011 y 2012 continúa siendo alta.

A pesar del leve sesgo al alza, el análisis de riesgo o *fan chart* sugiere con una alta probabilidad que la inflación total se ubicaría dentro del rango meta (2% a 4%) en 2011 y 2012. Algo similar ocurre para el caso de la inflación básica medida a través con el IPC sin alimentos. Cabe señalar que estos resultados, al igual que el pronóstico central, suponen una política monetaria activa donde la tasa de referencia se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de largo plazo.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA DE LARGO PLAZO

En el primer trimestre del año los precios de la vivienda continuaron creciendo, dentro de un contexto de aceleración del crédito.

A pesar del incremento de la deuda de los hogares, su capacidad de pago ha aumentado y el riesgo crediticio está aún bajo.

Ejercicios econométricos muestran que, si bien la cartera se ha acelerado, no hay evidencia de que nos encontremos en un auge crediticio; sin embargo, el monitoreo debe continuar.

En el informe de marzo se argumentó la importancia de anticiparse a una posible formación de un desequilibrio financiero. También, se hizo un breve resumen de la literatura sobre el papel que debería tener tanto la política monetaria y fiscal como los diferentes instrumentos de regulación para su prevención.

Una de las teorías que explican cómo se forma un desequilibrio financiero es el denominado *acelerador financiero* (Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1999). Según este concepto, cuando hay información asimétrica y se presentan condiciones económicas favorables y elevados niveles de confianza, los agentes tienden a asumir mayor riesgo. De esta forma, aumenta la demanda por activos y sus precios se incrementan. Esta valorización amplía la capacidad de endeudamiento de los hogares y las empresas y contribuye a que el crédito destinado a la compra de activos se expanda. Así, vuelven a presentarse mayores incrementos en los precios de estos bienes.

El anterior proceso, que en el corto plazo incentiva la actividad económica y mejora la profundización financiera, puede seguir retroalimentándose y generar en el largo plazo niveles insostenibles en los precios de los activos, junto con altas tasas de apalancamiento. Si esto último se materializa, una caída en el precio de los activos produce una fuerte pérdida en la riqueza de los agentes, con lo cual se

Períodos prolongados con tasas de interés reales bajas pueden exacerbar los desbalances financieros.

podrían dar incumplimientos masivos en los pagos de los créditos y dar origen a una crisis financiera.

Algunos de los determinantes del acelerador financiero pueden ser incrementos en los términos de intercambio que mejoran el ingreso nacional disponible, o fuertes alzas en los precios de los activos, que aumentan las expectativas sobre mayores valorizaciones futuras. También mejoras en las perspectivas de los agentes externos con respecto al país, reflejadas en fuertes flujos de capital hacia la economía. Todos estos hechos pueden generar excesos de confianza en los agentes e incentivar una mayor disposición a tomar riesgo y activar el mecanismo de acelerador financiero.

Si lo anterior ocurre, los agentes pueden incurrir en el riesgo de confundir un choque positivo pero transitorio en alguna de estas variables, con un aumento más persistente o de largo plazo¹². Como consecuencia, pueden gastar anticipadamente supuestos mayores ingresos futuros, mediante fuertes aumentos en el crédito. De esta forma, si sus expectativas no se materializan y se presenta una caída abrupta no prevista en alguna de estas variables, podrían verse forzados a disminuir significativamente el consumo y la inversión, e inclusive incurrir en impagos de sus créditos.

Períodos prolongados con tasas de interés reales innecesariamente bajas también pueden ser un mecanismo que exacerba los desbalances financieros. El bajo costo de oportunidad del dinero genera incentivos en los agentes en canalizar sus inversiones en proyectos con un riesgo asociado mayor¹³.

En el caso particular de economías emergentes como la colombiana, las crisis financieras generalmente han estado precedidas de mejoras en los términos de intercambio, sobrevaloración en los precios de los activos, fuertes entradas de capital externo, elevados déficits de cuenta corriente y excesos de apalancamiento. Un resumen detallado del comportamiento de estas variables y su comparación con los niveles presentados en la crisis financiera iniciada en 1998 se presenta en el Recuadro 4, donde se concluye que, a pesar de que con un ejercicio econométrico no se pudo validar la presencia de un desequilibrio financiero generado por un exceso de crédito, el comportamiento de ciertas variables externas sugiere que el mecanismo de acelerador financiero se puede estar activando.

Aunque no hay evidencia econométrica de un desequilibrio financiero, las variables externas sugieren que el acelerado financiero puede estar activado.

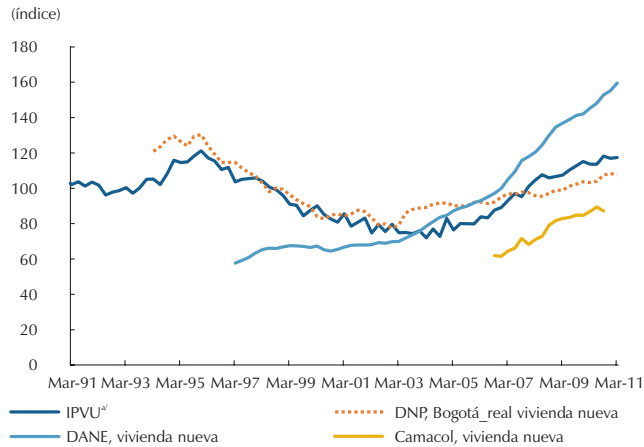
A. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS

La información más reciente en materia de precios reales de la vivienda nueva y usada, disponible hasta marzo, señala que los indicadores siguieron aumentando en el primer trimestre del año. Para la vivienda usada el índice observado en marzo

12 Aún en presencia de un choque permanente el acelerador financiero puede sobre dimensionar el choque positivo.

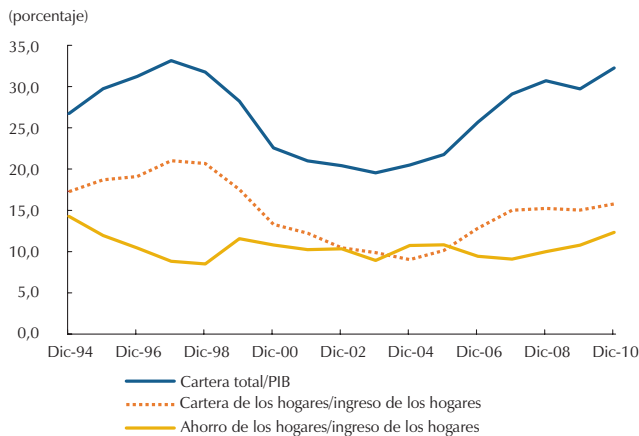
13 Gambacorta, L. (2009). "Monetary Policy and Risk-taking Channel", *Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales, diciembre.

Gráfico 46
Índices de precios reales de vivienda



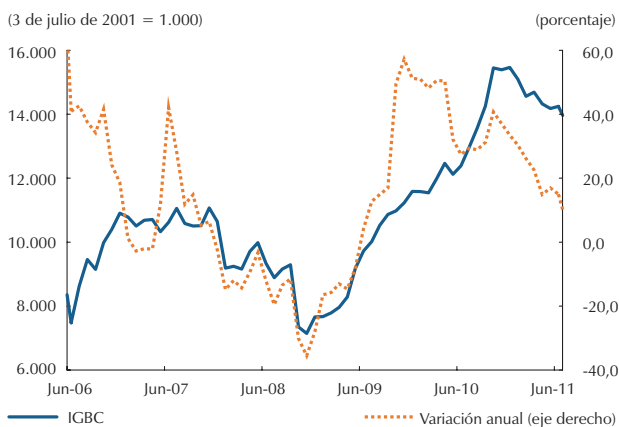
a/ IPVU: índice precio de la vivienda usada para tres ciudades, calculado por el Banco de la República.
Fuentes: DNP, Camacol, DANE y Banco de la República.

Gráfico 47
Ahorro e ingreso de los hogares y cartera total



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

Gráfico 48
IGBC (promedio mensual)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de 2011 ya está muy cerca al máximo nivel alcanzado en 1995 (Gráfico 46). Este incremento ha estado acompañado por una dinámica creciente del crédito hipotecario y de consumo que ha elevado el endeudamiento de los hogares con relación a su ingreso disponible (Gráfico 47).

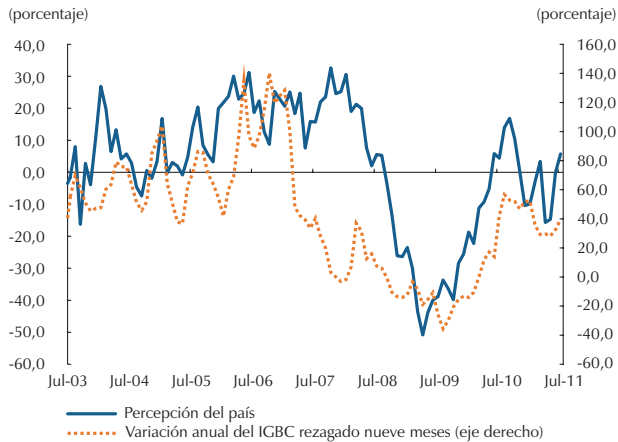
En el caso del índice de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC), después de la fuerte aceleración registrada a lo largo de 2010, en lo corrido del presente año se ha presentado una tendencia decreciente en el indicador (Gráfico 48). Por su parte, en el segundo trimestre de 2011 la curva de rendimientos de los papeles de deuda pública se aplanó. Desde finales de 2010 los plazos más cortos de la curva vienen presentando incrementos en la tasa de interés, mientras que el tramo largo inició un descenso a comienzos de marzo del presente año. En este último comportamiento han incidido factores como el cambio en la postura de la política monetaria, resultados de inflación que se han mantenido dentro del rango meta, mejora en la calificación de la deuda por parte de las evaluadores, entre otros.

En el caso colombiano se pueden encontrar algunas evidencias sobre el efecto que tiene la evolución en los precios de los activos sobre la confianza o percepción de los agentes sobre la economía del país. Por ejemplo, Grajales y Julio (2011) encontraron que existe una correlación positiva (56%) entre el aumento en los precios del IGBC rezagado nueve meses, y la percepción que tienen los agentes sobre las condiciones actuales del país (Gráfico 49). Adicional a lo anterior, los autores también encontraron una correlación positiva entre cambios en los precios de la vivienda usada y el indicador de buen momento para la compra de vivienda de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo (Gráfico 50).

B. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO BANCARIO

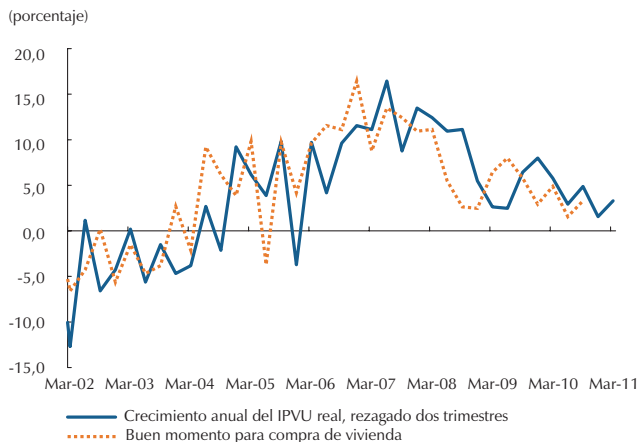
De acuerdo con la coyuntura actual, el reto de la política monetaria y de los reguladores del sector financiero es tener condiciones propicias para que se dé un crecimiento sostenible del crédito, que mejore la profundización financiera, pero que no genere incentivos hacia

Gráfico 49
Variación anual del IGBC y percepción del país según encuesta de Fedesarrollo



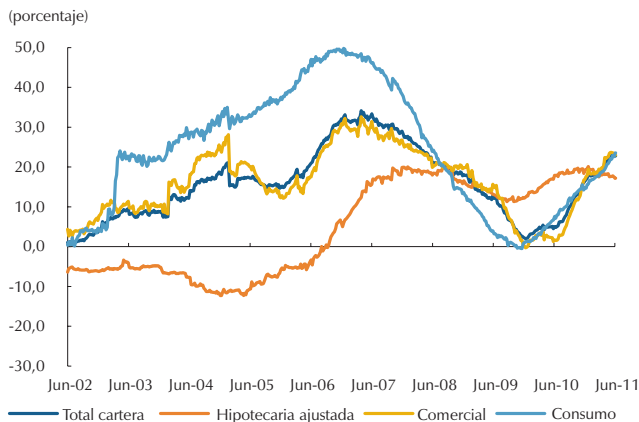
Fuentes: Bolsa de Valores de Colombia y Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 50
IPVU y buen momento para compra de vivienda



Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 51
Cartera bruta total ^{a/}
(variación anual)



a/ Moneda extranjera con tipo de cambio fijo. Base diciembre de 2000: COP2.229 por dólar.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

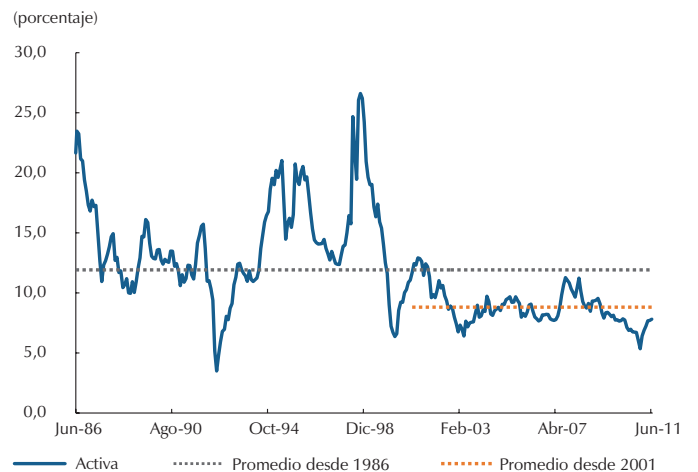
los excesos de apalancamiento que pongan en riesgo la estabilidad financiera del país.

A lo largo de 2011 el crédito bancario se ha acelerado, tanto el destinado a las empresas como a los hogares (Gráfico 51). Dicha aceleración, con una tendencia más marcada en el pasado trimestre, se ha dado en un contexto de bajas tasas reales de interés (Gráfico 52). Los saldos de la cartera bruta total (incluye moneda nacional y extranjera) de los establecimientos de crédito (EC) tomaron una senda ascendente a partir del segundo trimestre de 2010, luego de quince meses de relativo estancamiento.

Por modalidades, la cartera comercial se aceleró desde 18,6% en diciembre de 2010 a 23,4% en junio de 2011. La otorgada en moneda extranjera tuvo una contribución importante en la expansión de este tipo de crédito. Entre junio de 2010 y el mismo mes de 2011 este tipo de cartera aumentó COP6,8 billones (b) dentro de un total de COP22,7 b de incremento (Gráfico 53). Como resultado, en el mismo período su participación dentro del saldo total se elevó de 6,0% a 10,8%. Este último porcentaje es superior al promedio registrado en la pasada década (8,8%).

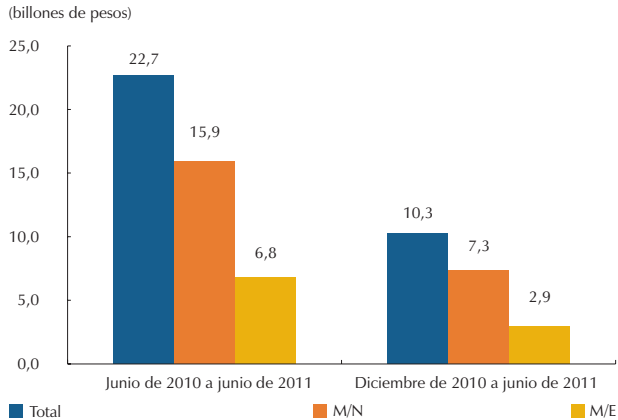
Los EC incrementaron sus obligaciones externas, tanto para atender la mayor demanda de las empresas por créditos en moneda extranjera, como para realizar

Gráfico 52
Tasa de interés activa real
(IPC total)



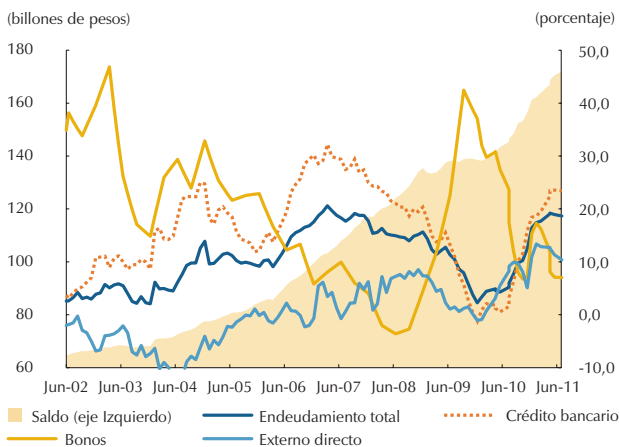
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 53
Variación de crédito comercial



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

Gráfico 54
Endeudamiento de las empresas^{a/}
(variación anual)



a/ Moneda extranjera con tipo de cambio fijo. Base diciembre de 2000: COP2.229 por dólar.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

inversiones en el exterior. En los últimos doce meses, estas obligaciones representaron 21,6% del aumento de los activos, frente a 6,4% registrado en promedio de 2005 a 2010. Esto ha estado acompañado por incrementos patrimoniales que han mantenido estable su apalancamiento. Adicionalmente, por regulación los establecimientos de crédito no pueden tener descates en moneda extranjera.

Si al crédito bancario comercial se le adicionan los bonos emitidos por las empresas y su endeudamiento directo con otras entidades del exterior¹⁴, también se observa una aceleración del financiamiento de las empresas. En el pasado semestre dicha tasa de crecimiento anual pasó de 16,5% a 18,9%, cifra cercana a la máxima registrada en la década pasada (20,6% en marzo de 2007) (Gráfico 54). De todos modos, el crédito bancario comercial fue la mayor fuente de nueva financiación: en junio de 2010 su participación era de 66,7% mientras que en el mismo mes de 2011 llegó a 69,4%.

En cuanto al crédito a los hogares¹⁵, el mayor ritmo de expansión se dio en el consumo, cuya tasa anual pasó durante el semestre de 16,7% a 24,8%, y su aumento en nivel fue de COP5,8 b. En el mismo período la variación anual de la cartera hipotecaria pasó de 19,1% a 17,4%, con un crecimiento de COP1,6 b. El elevado ritmo de aumento del crédito de consumo le representó a este agregado una mayor participación dentro de la deuda de los hogares, superior a la media histórica calculada desde el año 2000 (Gráfico 55).

La aceleración del crédito se ha dado junto con unas tasas de interés de préstamos en niveles reales bajos. Si bien el incremento en la tasa de interés de referencia se ha transmitido parcialmente a las tasas de interés de mercado, las tasas reales de consumo, comercial e hipotecario se encuentran aún por debajo del promedio histórico de la serie (gráficos 18 y 22, capítulo II).

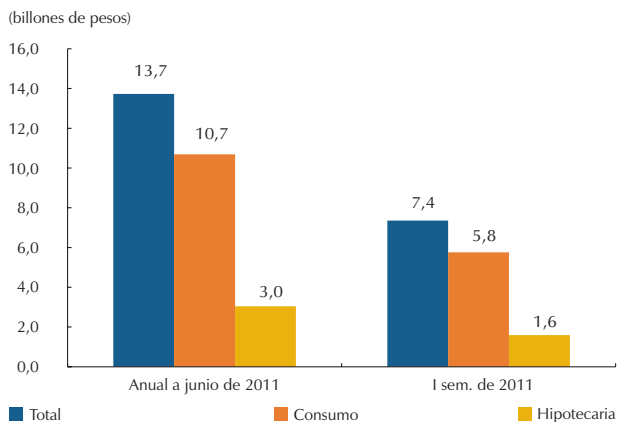
La evolución del crédito ha superado ampliamente la dinámica de la actividad económica. En primer lugar, el indicador de profundización financiera, medido como la relación cartera a PIB (que estimado a junio de 2011 fue 33,4%), ya es

14 Se refiere al crédito bancario con entidades no residentes y a proveedores externos.

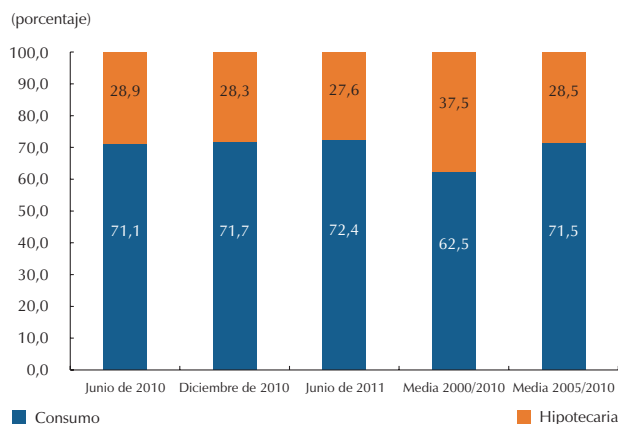
15 Es la suma de la cartera hipotecaria y la de consumo.

Gráfico 55

A. Variación del crédito de los hogares

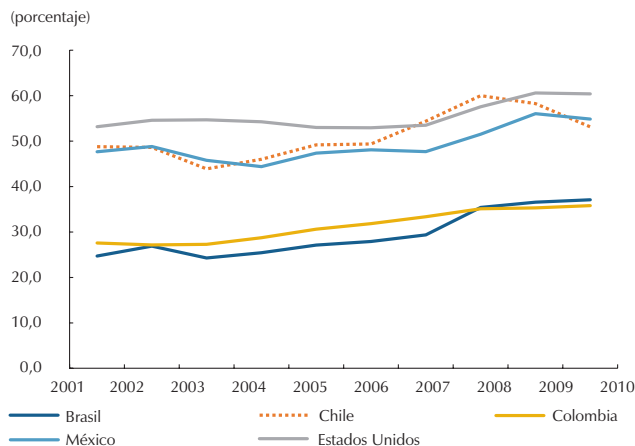


B. Composición del crédito de los hogares



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

Gráfico 56
M2/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional y cálculos del Banco de la República.

mayor que el máximo observado a finales de los años noventa (Gráfico 56).

Pese a lo anterior, varios hechos dan tranquilidad frente al comportamiento acelerado del crédito. En primer lugar, el ahorro de los hogares como proporción de su ingreso disponible también ha aumentado, hecho que da indicios de una mejor capacidad de pago de las familias. Por otra parte, las medidas de riesgo crediticio (mora y calidad) de los EC se encuentran en niveles bajos. Es probable que en el corto plazo esta situación se mantenga, ya que el comportamiento de las cosechas de crédito ha mejorado y, de acuerdo con las matrices de transición, la probabilidad de deterioro de calidad de las mismas también ha disminuido¹⁶. Por otra parte, la economía colombiana también puede estar experimentando un proceso de profundización financiera, que aún es bajo si se compara con países de la región.

En conclusión, como se infiere del presente informe y del *Reporte de Estabilidad Financiera*, la aceleración de la actividad crediticia se ha dado en un entorno macroeconómico caracterizado por favorables términos de intercambio, valorizaciones en los precios de la vivienda, menores niveles de riesgo país, una ampliación del déficit de la cuenta corriente y aumentos en el ingreso de recursos externos. Todo ello soportado por un sistema financiero con indicadores de riesgo y solvencia que hasta el momento son sólidos. En este contexto, es viable pensar que los mecanismos del acelerador financiero, descritos al inicio de este capítulo, pueden estar operando. Pese a ello, como se muestra en el Recuadro 4, un ejercicio econométrico no muestra que estemos en la fase más elevada de una expansión crediticia.

16 Para mayor información sobre los indicadores mencionados véase *Reporte de Estabilidad Financiera*, páginas 88 y ss. Banco República, marzo de 2011.

Recuadro 4

¿AUGE CREDITICIO? EVIDENCIA DESDE LOS AGREGADOS MACROECONÓMICOS Y DEL SISTEMA FINANCIERO

Andrés González
Martha López
Sergio Olarte*

1. Identificación y caracterización de los auges de crédito

Siguiendo los trabajos de Mendoza y Terrones (2008), y Gourinchas, Valdés y Landerretche (2001), se realizó un ejercicio econométrico con datos de Colombia que tiene como objetivo identificar y caracterizar el comportamiento de algunas variables macroeconómicas y financieras alrededor de los auges de crédito desde 1992. El ejercicio permite establecer si el crecimiento actual de la cartera se constituye en un *boom* crediticio con características similares a los identificados en la muestra.

Según esta metodología, se afirma que hay un *boom* de crédito cuando el componente cíclico de la cartera real per cápita, o de la relación crédito a PIB, es superior a su promedio histórico en más de una desviación estándar. Mendoza y Terrones (2008) usan la cartera real per cápita como indicador de crédito, pues esta medida no se ve tan afectada por la profundización financiera, como sí lo estaría la relación crédito a PIB.

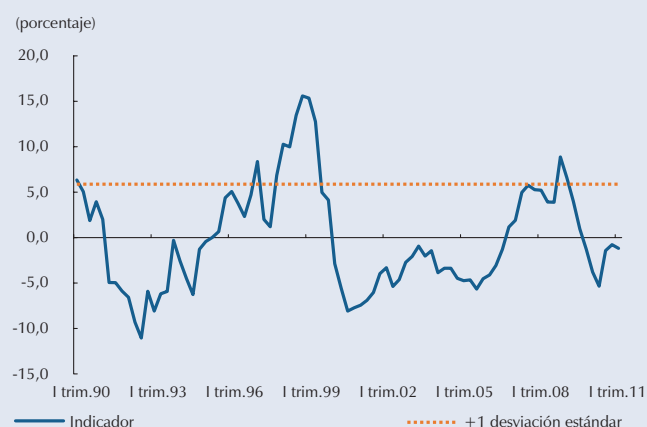
Si se usa el componente cíclico de la cartera real per cápita, la metodología identifica auges crediticios con picos en el segundo trimestre de 1998 y en el primero de 2008. Por su parte, si se usa el componente cíclico de la relación crédito a PIB, entonces se encuentran dos *booms* de crédito con sus puntos máximos en el cuarto trimestre de 1998 y en el cuarto de 2008 (Gráfico R4.1).

La segunda parte del ejercicio busca determinar si el comportamiento reciente de algunas variables macroeconómicas es similar a lo observado antes de los auges crediticios con picos en el segundo trimestre de 1998 y en el primero de 2008. Los resultados se presentan para dos grupos de variables: las macroeconómicas y las del sector financiero.

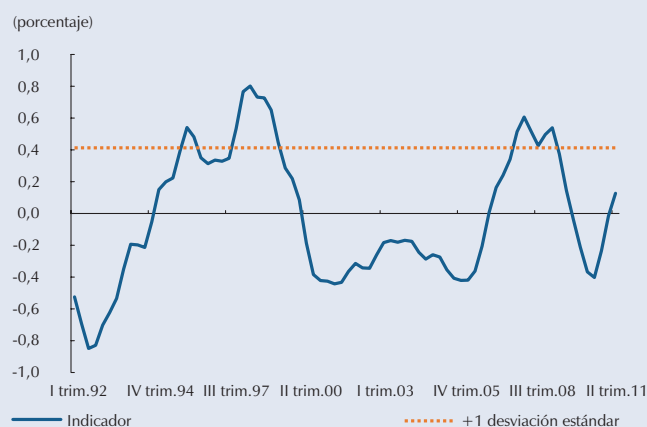
* Los autores son, en su orden, director e investigador júnior, del Departamento de Modelos Macroeconómicos y experto en inflación del Departamento de Programación e Inflación. Los autores agradecen a Camila Fonseca y Ángelo Gutiérrez, estudiantes en práctica del mismo departamento. Las opiniones expuestas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Gráfico R4.1

A. Componente cíclico: cartera/PIB



B. Componente cíclico: cartera real per cápita



Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

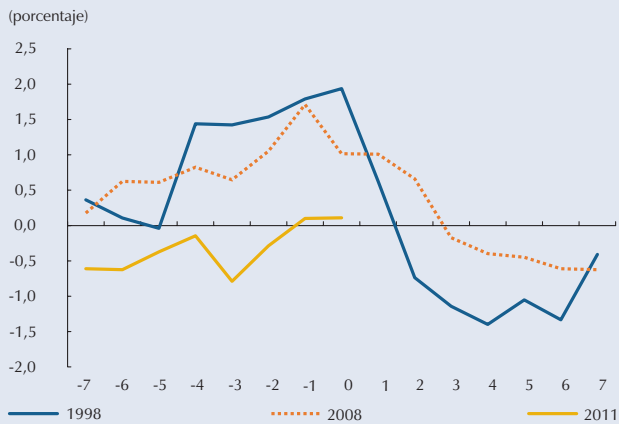
2. Resultados para las variables macroeconómicas

En el Gráfico R4.2 se presenta el comportamiento de los componentes cíclicos del PIB, del consumo, de la inversión y del gasto del Gobierno. Al igual que en el estudio de Mendoza y Terrones (2008), se observa que las brechas de dichos componentes son positivas antes del *boom* de crédito (marcado con cero en el gráfico), y pasan a negativas después de tal auge. Actualmente (hasta el segundo trimestre 2011) estas variables se encuentran creciendo cerca a su nivel tendencial.

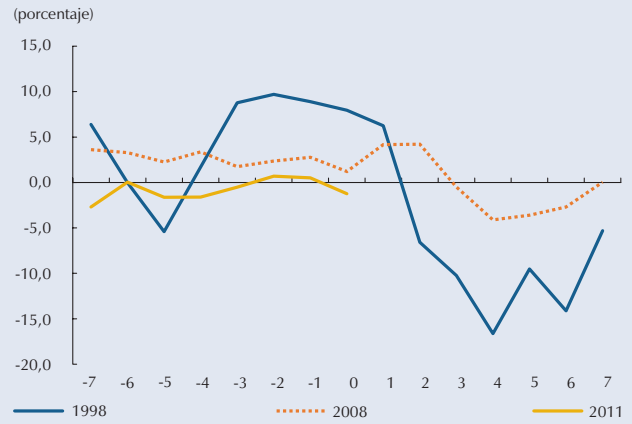
En cuanto a las variables del sector externo, su comportamiento es similar durante los dos booms y en la corrido de

Gráfico R4.2
Auge crediticio y demanda interna
(componente cíclico)

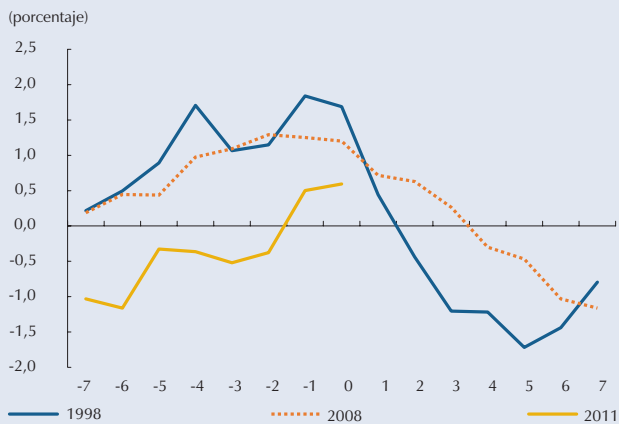
A. PIB



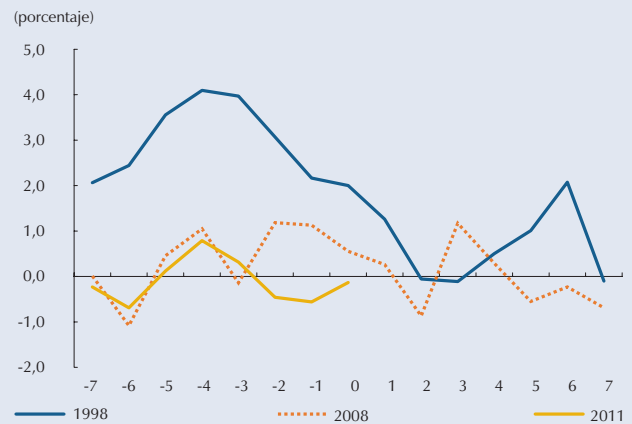
B. Inversión



C. Consumo



D. Consumo del Gobierno



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2011. Adicionalmente, este comportamiento coincide con los resultados reportados por Mendoza y Terrones (2008). El Gráfico R4.3 muestra que antes del *boom* crediticio se presenta un deterioro de la cuenta corriente en relación con el PIB, acompañado de fuertes entradas netas de capital como proporción del PIB, una apreciación de la tasa de cambio real y cierta mejora en los términos de intercambio. Vale la pena resaltar que en la actualidad (hasta el primer trimestre 2011), la cuenta corriente a PIB se encuentra en terreno negativo y en niveles similares al período *preboom* de 2008, los flujos de capital están en niveles inferiores a los observados antes de los auges de 1998 y 2008, aunque se observa una tendencia creciente, y la tasa de cambio real y los términos de intercambio se encuentran en niveles similares a los observados en el *boom* de 2008.

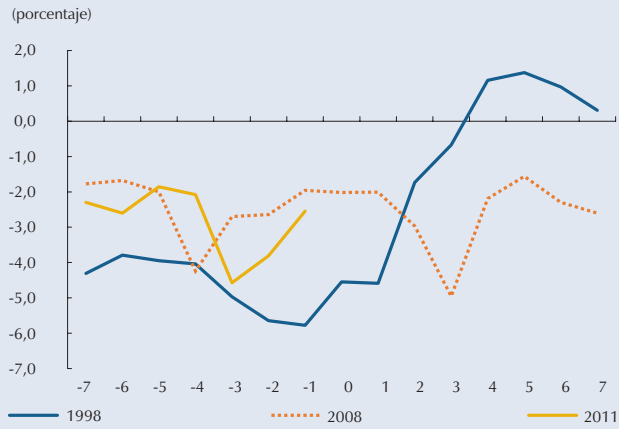
En cuanto al comportamiento de los componentes cíclicos de la inflación, los precios de las acciones y de la vivienda, en el Gráfico R4.4 se observa que los tres se aceleraron antes de ambos auges y se desaceleraron después de los mismos. En la actualidad (hasta el segundo trimestre de 2011), también existe un incremento en la inflación y los precios de las acciones, pero los niveles son más bajos que en los *booms* de 1998 y 2008.

3. Resultados de las variables del sector financiero

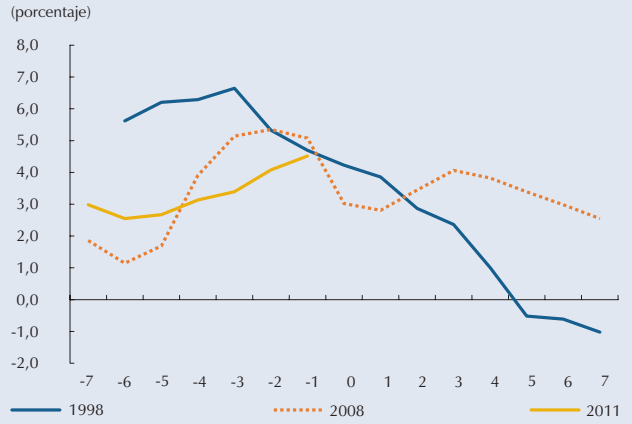
Al igual que se observa en otros países, en Colombia la rentabilidad del activo (ROA) y la actividad crediticia (cartera/activos) fueron procíclicos durante los dos auges crediticios

Gráfico R4.3
Auge crediticio y variables del sector externo
(componente cíclico)

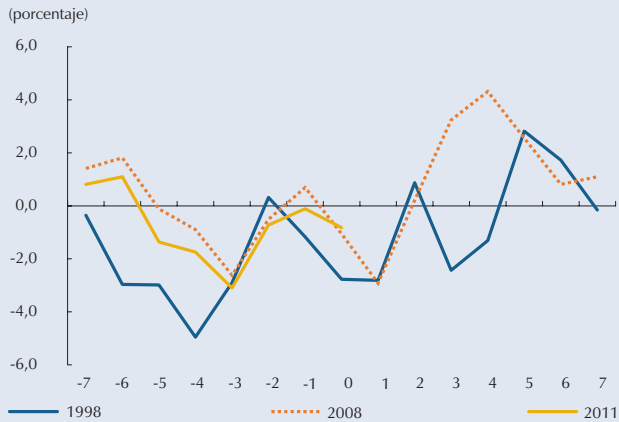
A. Cuenta corriente/PIB



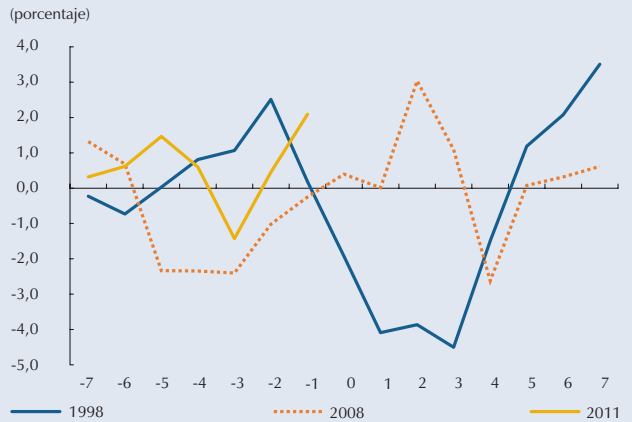
B. Flujos de capital neto/PIB



C. Tasa de cambio real



D. Términos de intercambio



Fuente: Banco de la República y cálculos de los autores.

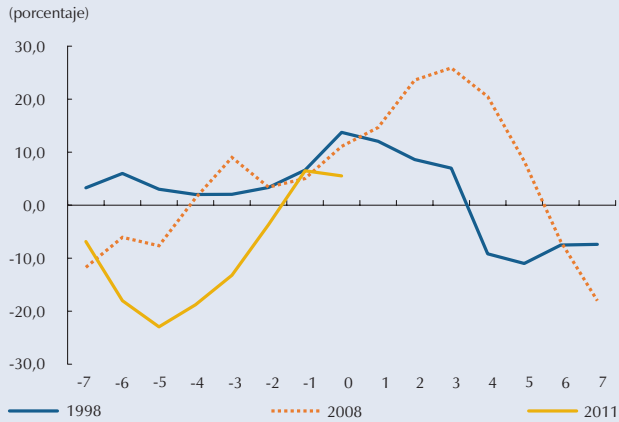
(Gráfico R4.5). Sin embargo, estos indicadores no presentan una tendencia creciente durante los últimos siete trimestres (hasta el primero de 2011). La calidad de la cartera (cartera vencida/cartera total) presentó un patrón contracíclico en los *boom* de crédito de 1998 y de 2008 (al igual que se observa en otros países), y actualmente este patrón es más acentuado. Finalmente, en cuanto a la relación de solvencia, en el período *preboom* de 1998 hubo un deterioro de la misma, mientras que en el de 2008 la relación de solvencia mejoró y en la actualidad se encuentra estable. Así, los indicadores del sector financiero presentan resultados ambiguos, por lo que analizando el comportamiento reciente de estas variables no es posible identificar si la economía colombiana se está dirigiendo a un auge crediticio.

4. Profundización financiera

Otro aspecto para tener en consideración al analizar el comportamiento reciente del crédito es el nivel de profundización financiera del país. Para determinar si este nivel es alto se utilizan dos medidas alternativas y se comparan con los niveles observados en otros países de la región. Las medias empleadas son: crédito/PIB y M2/PIB. Como se puede ver en el Gráfico R4.6, en 2010 la relación crédito/PIB se encontraba cercana al 40%, únicamente mayor a México. En el caso de M2/PIB, el único país similar a Colombia es Brasil. El resto de países están al menos 20 puntos porcentuales por encima de Colombia (Gráfico R4.6). Lo anterior indicaría un nivel bajo de profundización para el caso colombiano.

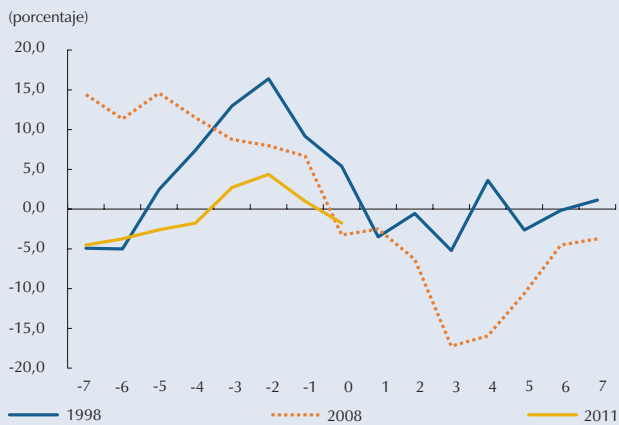
Gráfico R4.4
Auge crediticio y precios
(componente cíclico)

A. Inflación



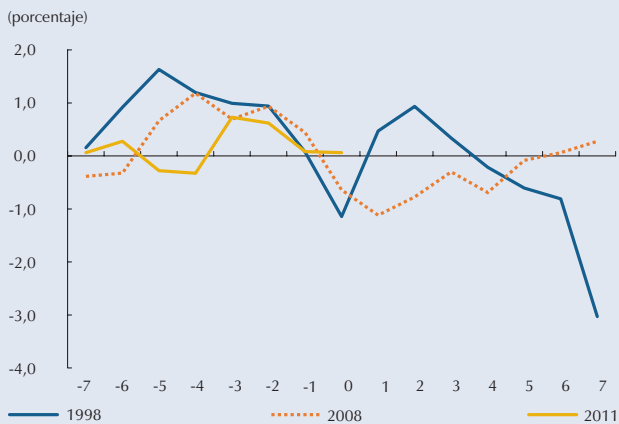
Fuente: Banco de la República y cálculos de los autores.

B. Precio real de las acciones



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia y cálculos de los autores.

C. Precio real de la vivienda



Fuente: Departamento Nacional de Planeación y cálculos de los autores.

5. Conclusiones

Aplicando para Colombia la metodología propuesta por Mendoza y Terrones (2008), se encuentra que, de acuerdo con la evolución de los indicadores de demanda interna y de precios de activos, la evidencia no señala la existencia de un *boom* de crédito en los primeros trimestres de 2011. Por el contrario, las variables del sector externo están indicando que el crédito se encuentra en niveles altos históricamente. Los resultados encontrados para las variables del sector financiero y su evolución en previos auges crediticios muestran que estos indicadores no son muy informativos. En conclusión, dado que la demanda interna se aceleró de manera importante en el segundo trimestre e 2011, es necesario seguir monitoreando la evolución de todas las variables macroeconómicas, junto con la evolución del crédito.

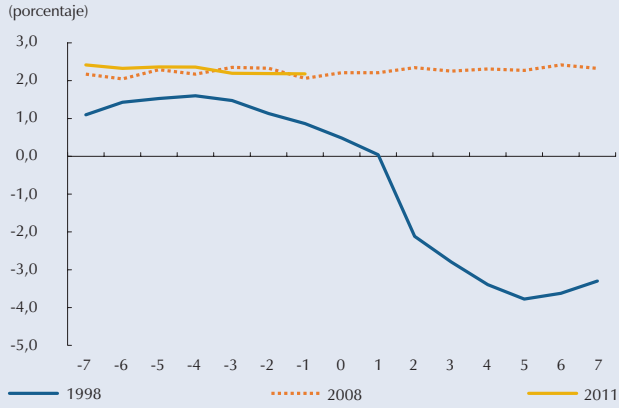
Referencias

Gourinchas, P.; Valdés, R.; Landerretche, O. (2001). "Lending Booms: Latin America and the World", *Economía*, vol. 1, núm. 2, pp.47-99, spring.

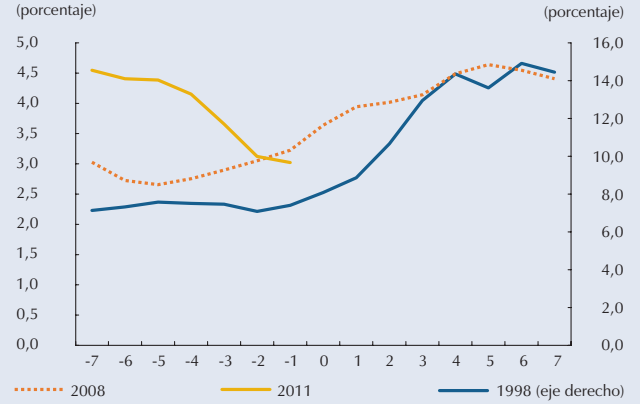
Mendoza, E.; Terrones, M. (2009). "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Mico Data", working paper, núm. 14049, National Bureau of Economic Research.

Gráfico R4.5
Auge crediticio y datos según los bancos
(componente cíclico)

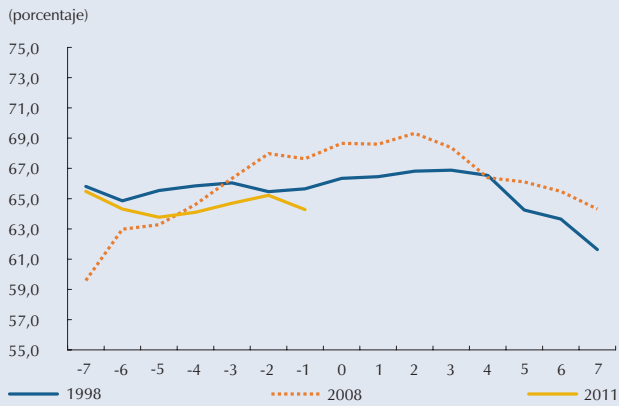
A. ROA



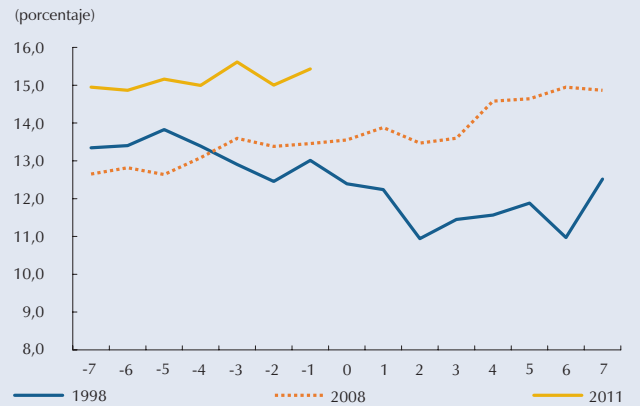
B. Cartera vencida/cartera total



C. Cartera/activos



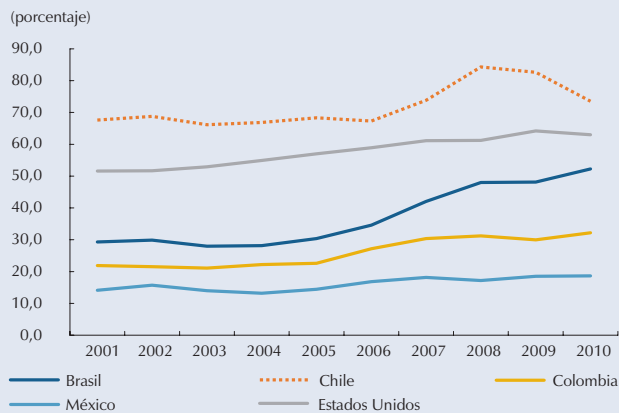
D. Solvencia



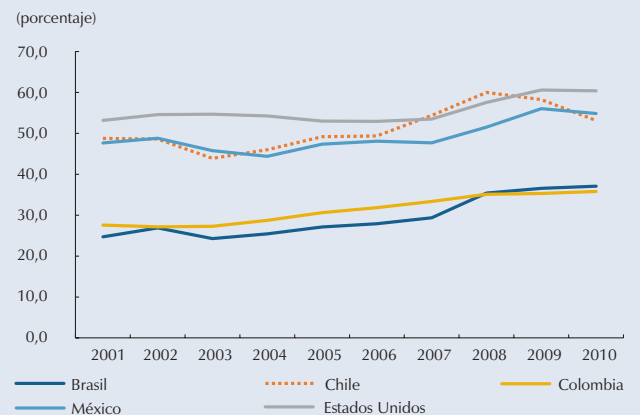
Fuente: Banco de la República y cálculos de los autores.

Gráfico R4.6

A. Crédito al sector privado/PIB



B. M2/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional y cálculos de los autores.

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 2011 y 2012. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta julio de 2011.

1. Proyecciones para 2011

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 5,2% frente a 4,9% estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. De la misma forma,

Cuadro A1
Proyecciones para 2011

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	5,0	3,4	1.700	5,0	(4,0)	10,5
Anif ^{a/}	4,8	3,3	n.d.	5,5	(4,0)	11,8
Banco de Bogotá	5,3	3,3	1.750	5,1	(3,6)	11,1
Banco Santander	5,3	3,3	1.800	5,2	(3,4)	10,0
Bancolombia	4,8	3,4	1.845	4,9	(3,5)	9,4
BBVA Colombia	5,0	3,5	1.830	5,0	(4,1)	10,7
Corficolombiana	5,0	3,5	1.775	5,3	(3,5)	11,0
Corredores Asociados	5,1	3,3	1.800	5,0	(3,6)	11,0
Correval	5,6	3,3	1.850	4,9	(3,2)	10,5
Davivienda ^{b/}	5,6	3,3	1.750	5,1	(3,8)	9,9
Fedesarrollo	5,2	3,4	1.761	n.d.	(3,4)	11,1
Promedio	5,2	3,4	1.786	5,1	(3,6)	10,6
Analistas externos						
Citi	5,3	3,5	1.800	5,6	(4,2)	11,3
Deutsche Bank	5,0	3,4	1.800	n.d.	(4,0)	10,2
Goldman Sachs	5,5	3,8	1.750	n.d.	(3,5)	n.d.
JP Morgan	4,9	3,4	1.775	5,0	(4,1)	n.d.
Promedio	5,2	3,5	1.781	5,3	(4,0)	10,8

n.d. No disponible.

a/ Tasa de desempleo promedio del año.

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

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2012

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación del IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,5	4,4	1.680
Anif	4,5	3,8	n.d.
Banco de Bogotá	5,0	3,6	1.750
Banco Santander	5,5	3,0	1.750
Bancolombia	4,2	3,5	1.770
BBVA Colombia	5,4	3,5	1.825
Corficolombiana	5,3	3,5	1.810
Corredores Asociados	5,5	3,5	1.750
Correval	5,3	3,6	1.850
Davivienda	4,5	3,1	1.790
Fedesarrollo	5,7	3,0	1.796
Promedio	5,0	3,5	1.777
Analistas externos			
Citi	5,5	4,0	1.850
Deutsche Bank	5,4	3,4	1.800
Goldman Sachs	4,9	3,0	1.900
JP Morgan	4,0	3,0	1.900
Promedio	5,0	3,4	1.863

n.d. No disponible.
Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 5,2%.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 3,4% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 3,5% en promedio. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2011 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de COP1.786, frente a COP1.828 estimado en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a COP1.781 para el cierre de año.

Para la DTF los analistas locales proyectan valores de promedio 5,1%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,6%.

2. Proyecciones para 2012

Para 2012 tanto los analistas nacionales como extranjeros prevén un crecimiento de 5,0%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros proyectan una de 3,5% y 3,4%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de COP1.777 y COP1.863, en su orden.