



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Marzo de 2015

ISSN - 1657 - 7973





INFORME SOBRE INFLACIÓN

Marzo de 2015*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 20 febrero de 2015.

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. Contexto internacional	15
B. Balanza de pagos	26
Recuadro 1: Comportamiento reciente de la tasa de cambio de Colombia	33
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	36
A. El PIB en el cuarto trimestre de 2014 y en todo 2014	36
B. El PIB del primer trimestre de 2015	40
III. Desarrollos recientes de la inflación	48
A. La inflación básica	51
B. Inflación de alimentos	53
Recuadro 2: ¿Por qué el alza y para dónde van los precios de los alimentos?	55
IV. Pronósticos de mediano plazo	59
A. Crecimiento económico para 2015	59
B. Inflación	64
Recuadro 3: Choque duradero en el precio del petróleo: implicaciones para la política monetaria en modelos de equilibrio general	73
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica	78
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	80
B. Endeudamiento	83
C. Precios de la vivienda	84
D. Índice de desbalance macroeconómico (IDM)	85
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	86

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Ventas reales al detal en los Estados Unidos	16
Gráfico 2	Tasa de desempleo y creación de empleo en los Estados Unidos	17
Gráfico 3	Índice de actividad manufacturera para algunas economías europeas	17
Gráfico 4	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina	18
Gráfico 5	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	18
Gráfico 6	Precios internacionales de los alimentos	19
Gráfico 7	Índice de términos de intercambio de Colombia	19
Gráfico 8	Inflación anual para algunos países desarrollados	20
Gráfico 10	Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de los Estados Unidos	21
Gráfico 9	Índice de tasa de cambio del dólar	21
Gráfico 11	Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de algunos países de la zona del euro	22
Gráfico 12	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	22
Gráfico 13	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	23
Gráfico 14	Exportaciones totales	28
Gráfico 15	Importaciones FOB totales	28
Gráfico 16	Producto interno bruto	37
Gráfico 17	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	40
Gráfico 18	Encuesta mensual del comercio al por menor	41
Gráfico 19	Ventas al detal de vehículos automotores	41
Gráfico 20	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	41
Gráfico 21	Tasas de interés reales de los hogares	43
Gráfico 22	Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	44
Gráfico 23	Producción industrial total	44
Gráfico 24	Balance del índice de confianza industrial	45
Gráfico 25	Demanda de energía total	45
Gráfico 26	Sacrificio de ganado	45
Gráfico 27	Producción de café	46
Gráfico 28	Producción de petróleo	46
Gráfico 29	Producción de cemento	46
Gráfico 30	Imaco: indicador líder cinco meses del PIB	46
Gráfico 31	Inflación total al consumidor	48
Gráfico 32	IPP por procedencia	50
Gráfico 33	Salarios nominales	50
Gráfico 34	Indicadores de inflación básica	51
Gráfico 35	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	52
Gráfico 36	Inflación anual de no transables	52
Gráfico 37	IPC de regulados y sus componentes	53
Gráfico 38	IPC de alimentos	53
Gráfico 39	IPC de alimentos por grupos	54
Gráfico 40	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	64
Gráfico 41	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	64

Gráfico 42	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	64
Gráfico 43	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	66
Gráfico 44	Inflación observada y expectativas de inflación	67
Gráfico 45	Expectativas de inflación derivadas de los TES	67
Gráfico 46	<i>Fan chart</i> de la inflación total	68
Gráfico 47	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	68
Gráfico 48	Cuenta corriente sectorial	80
Gráfico 49	Cuenta corriente y sus principales componentes	80
Gráfico 50	Cuenta corriente e ingresos de capital extranjero (pasivos)	81
Gráfico 51	Tasa representativa del mercado y tasa de cambio real	82
Gráfico 52	Tasa de política implícita en los futuros y en los pronósticos de los miembros de la Reserva Federal	82
Gráfico 53	Endeudamiento/PIB	83
Gráfico 54	Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)	84
Gráfico 55	Índice de desbalance macroeconómico	85
Gráfico 56	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	85

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	23
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	25
Cuadro 3	Balanza de pagos	27
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	37
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	39
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	49
Cuadro 7	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	63
Cuadro 8	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> de la inflación total	72

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

El crecimiento mundial en el primer trimestre del año fue más lento de lo estimado. La actividad económica en los Estados Unidos fue débil y se espera que se recupere en el segundo semestre. El crecimiento de la zona del euro y Japón fue modesto, el de la economía China sigue disminuyendo y el de varios países latinoamericanos es bajo o presenta tasas negativas. Así, es probable que el crecimiento promedio de los socios comerciales del país sea menor en 2015 que en 2014.

El fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de monedas se ha revertido parcialmente y las primas de riesgo de Colombia y de otros países de la región han disminuido. Con ello, las presiones al alza sobre el costo del financiamiento externo del país se han moderado. El mercado petrolero sugiere que parte de la caída acumulada de los términos de intercambio del país será permanente y afectará de forma negativa el ingreso nacional.

Ante este entorno internacional, la economía colombiana se está ajustando a las nuevas condiciones externas. Los ingresos por exportaciones han caído debido a los menores precios internacionales de varios productos de exportación, en especial del petróleo. También, por el comportamiento de las exportaciones industriales. Con respecto a la demanda interna, el consumo y la inversión en algunos sectores se han desacelerado, situación coherente con la pérdida de dinamismo del ingreso nacional y con los menores incentivos a invertir en los sectores productores de recursos naturales. En este contexto, el equipo técnico estima que el crecimiento económico del primer trimestre de 2015 estaría entre 2,0% y 3,5%, con 2,7% como cifra más factible.

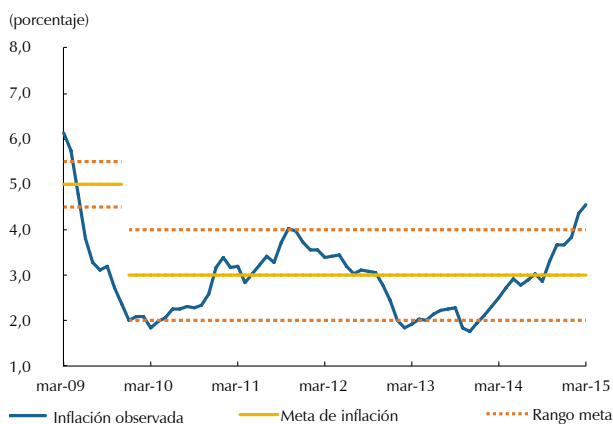
Para los siguientes trimestres se espera que la fortaleza del mercado laboral, la solidez del sistema financiero y la dinámica del crédito contribuyan a moderar la desaceleración prevista del consumo. De igual forma, que la inversión en obras civiles y la construcción continúen dinámicas. También, se prevé que la devaluación real del peso vaya teniendo un impacto positivo sobre el comportamiento de los sectores que exportan y los que compiten con importaciones. En la medida en

que el impacto del choque petrolero se disipe, es natural esperar que la economía retorne a su tendencia de largo plazo.

Con la anterior información, el equipo técnico del Banco estima que el crecimiento económico en el segundo semestre superará al del primero y en todo 2015 estará entre el 2,0% y el 4,0%, con 3,2% como pronóstico central. Este intervalo de pronóstico es coherente con una proyección del déficit en la cuenta corriente que se reduciría en dólares, y que como porcentaje del PIB se situaría en un rango entre 4,2% y 6,1%, con 5,3% como cifra más factible. Cerca de 0,9 puntos porcentuales de esta estimación se explicarían por el menor valor del PIB en dólares, debido al mayor nivel de la tasa de cambio.

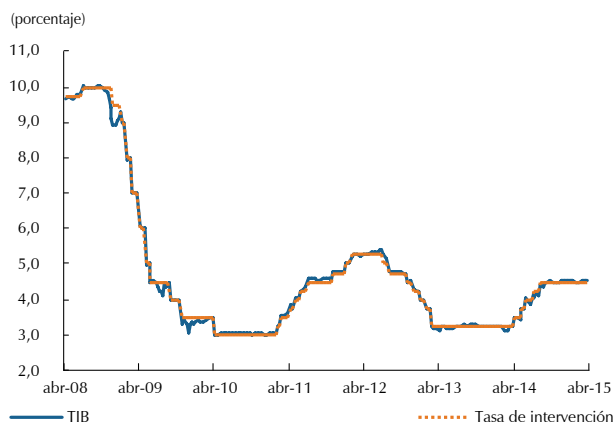
En materia de precios, en el primer trimestre de 2015 la inflación continuó aumentando y se situó en marzo en 4,56% (Gráfico A), cifra superior al rango meta

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

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



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 30 de abril de 2015.

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

establecido por la Junta Directiva del Banco de la República para 2014. La desviación frente al punto central se explicó principalmente por el incremento transitorio en los precios de los alimentos y, en menor medida, por el traspaso de la depreciación del peso a los precios internos. El promedio de las medidas de inflación básica también aumentó y se situó en 3,65%.

En el segundo semestre de 2015 la inflación debería iniciar su convergencia a la meta de largo plazo, en la medida en que la oferta de alimentos se normalice. Si bien se espera que el traspaso de la depreciación del peso a los precios de los bienes transables continúe por unos meses, las escasas presiones de demanda y los menores costos de producción y del transporte, originados por la caída del precio del petróleo, contribuirán a compensar estas alzas. De esta forma, los pronósticos sugieren que la inflación terminará cerca del límite superior del rango meta en 2015 y continuará su convergencia hacia 3% en 2016.

En el entorno económico descrito, en las sesiones de febrero, marzo y abril de 2015 la Junta Directiva del Banco de la República consideró apropiado mantener la tasa de interés de referencia en 4,5% (Gráfico B). El análisis de la situación económica actual y sus perspectivas han sugerido que el aumento de la inflación es en buena medida transitorio. Puesto que parte de la menor dinámica del ingreso nacional sería permanente, el gasto interno de la economía debe ajustarse para reducir las vulnerabilidades y generar así las condiciones de un crecimiento sostenido en el futuro. La Junta informó que continuará haciendo

un seguimiento del tamaño de dicho ajuste y de su coherencia con el nivel de ingreso de largo plazo, con la sostenibilidad del déficit externo y, en general, con la estabilidad macroeconómica. Reiteró además su compromiso de mantener la inflación y sus expectativas ancladas en la meta, reconociendo que hay un incremento transitorio en la inflación.

José Darío Uribe
Gerente General

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Juan Sebastián Amador

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Joan Granados

Daniel Parra

Juan Sebastián Rojas

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

Jefe

Luis Hernán Calderón

Celina Gaitán

Aarón Levi Garavito

Jhon Edwar Torres

Asistente del Departamento de Programación e Inflación

Gloria Sarmiento

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Franz Hamann (director), Jesús Antonio Bejarano (jefe de sección), Rafael Hernández, Camila Londoño y Joao Hernández, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López, investigador principal de la Unidad de Investigaciones; María Alejandra Prieto, Juan Sebastián Mariño y Nicolás Martínez, estudiantes en práctica.

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

En este informe se redujo el pronóstico de crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia para 2015. Se espera una expansión menor que la del año anterior.

Durante los primeros meses del año el precio del petróleo se ubicó por encima de lo previsto en el informe anterior, por lo que se revisaron al alza sus pronósticos.

En 2014 el déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB se amplió como resultado del choque externo sobre el balance comercial de bienes. Para el 2015 se espera un balance externo menos negativo en dólares pero similar como porcentaje del PIB.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

1. Actividad real

Con cifras observadas al cuarto trimestre, el crecimiento económico de los socios comerciales de Colombia¹ en 2014 estuvo acorde con lo esperado en el escenario central del *Informe sobre Inflación* de diciembre. La expansión de este grupo de países fue de 1,5%, la cual es inferior a la registrada en 2013 (3,3%).

El menor dinamismo de los socios comerciales estuvo explicado por una desaceleración del crecimiento en los países emergentes, especialmente los de América Latina, la cual fue parcialmente compensada por un mejor desempeño en las economías desarrolladas, en particular por los Estados Unidos. Una parte importante de la moderación observada en América Latina está explicada por una menor demanda externa y por la caída en los términos de intercambio, como consecuencia

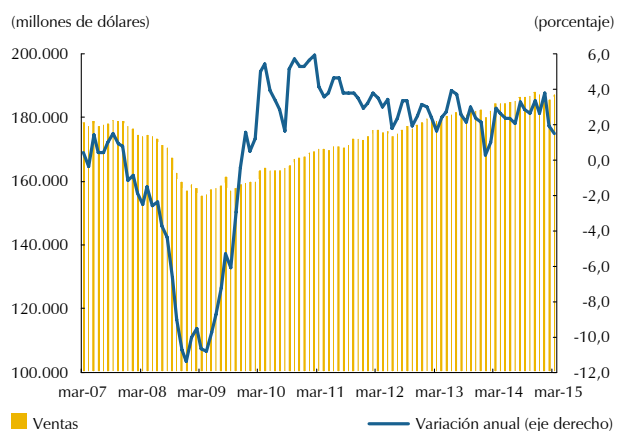
El crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia para 2014 fue inferior al observado el año anterior.

¹ El crecimiento de los socios se construye como un promedio ponderado que utiliza como ponderador la participación de cada país como destino dentro de las exportaciones no tradicionales de Colombia. Para esta versión del *Informe sobre Inflación* se actualizaron las ponderaciones, por lo que los valores registrados no corresponden con los presentados en versiones anteriores.

de la reducción en los precios de los principales bienes básicos de exportación de estos países. Entretanto, el comportamiento favorable de la economía estadounidense se debe al buen ritmo de expansión de su demanda interna, principalmente del consumo y de la inversión no residencial.

La información disponible para el primer trimestre de 2015 sugiere que el crecimiento de las economías emergentes habría continuado siendo débil, especialmente en China, en donde se ha presentado una desaceleración más fuerte que la esperada. Entretanto, la expansión de la actividad real en los países desarrollados mostró un comportamiento heterogéneo. Por una parte, la economía de los Estados Unidos ha presentado un menor dinamismo, el cual estaría explicado principalmente por factores transitorios; por la otra, en la zona del euro el repunte de la confianza de consumidores y empresarios ha permitido una recuperación más fuerte que la anticipada.

Gráfico 1
Ventas reales al detal en los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

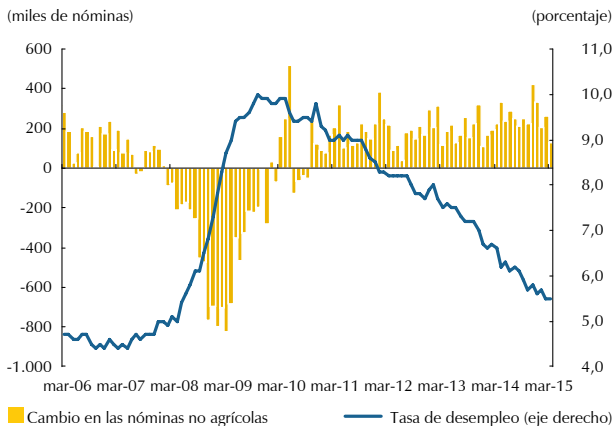
En el caso de los Estados Unidos, el fuerte invierno habría afectado el gasto de los consumidores en enero y febrero, tal y como se observa en la moderación de la expansión anual de las ventas al detal (Gráfico 1). Adicionalmente, durante los primeros tres meses del año se presentó una importante desaceleración en el crecimiento de la producción industrial y de las exportaciones, la cual estaría explicada por algunos ceses temporales en las operaciones en los puertos de la costa Oeste y por el efecto adverso que ha tenido el fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de monedas del mundo. Pese a lo anterior, los registros a abril de los indicadores de confianza del consumidor y los índices de actividad no manufacturera se mantienen en niveles elevados y sugieren que la economía estadounidense se recuperaría durante el segundo trimestre.

En relación con su mercado laboral, durante el primer trimestre la pérdida de dinamismo de la economía habría mermado en alguna medida la recuperación que presentó la creación de empleo durante el año anterior. De esta forma, el promedio mensual del incremento en las nóminas no agrícolas pasó de 324.000 en los últimos tres meses de 2014 a 197.000 para el primer trimestre de 2015. Pese a lo anterior, las cifras a marzo muestran que la tasa de desempleo se mantuvo en niveles bajos (5,5%) (Gráfico 2), mientras que otros indicadores que monitorea la Reserva Federal, como el desempleo de largo plazo² y la tasa de subempleo³, han

2 Número de personas que no han conseguido empleo en más de 27 de semanas como proporción del total de desempleados.

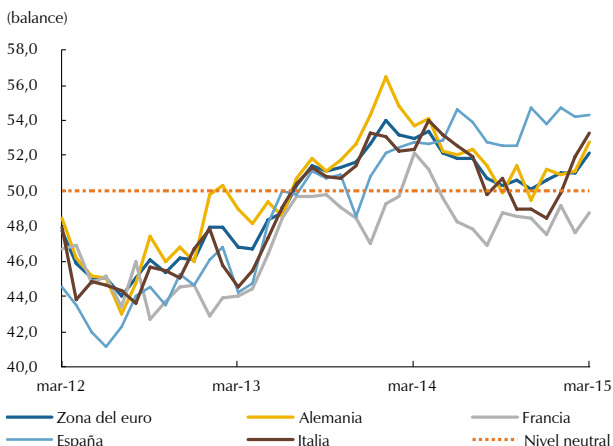
3 Número total de desempleados, de empleados con trabajos de tiempo parcial que manifiestan querer trabajar tiempo completo y aquellos fuera de la oferta laboral que estarían dispuestos a trabajar en caso de conseguir empleo (marginamente vinculados al mercado laboral), como proporción de la fuerza laboral y de los marginalmente vinculados al mercado laboral.

Gráfico 2
Tasa de desempleo y creación de empleo en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3
Índice de actividad manufacturera para algunas economías europeas (purchasing managers index: PMI)



Fuente: Bloomberg.

continuado mejorando y sugieren que siguen disminuyendo los excesos de capacidad en el mercado laboral.

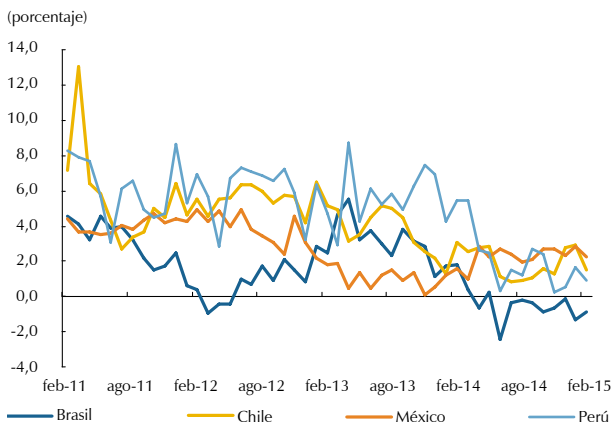
En la zona del euro las cifras a febrero sugieren que la recuperación de la economía sería algo más fuerte que la esperada en el *Informe sobre Inflación* anterior. Las medidas de estímulo monetario adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE) estarían teniendo un impacto positivo sobre la confianza de consumidores y empresarios y sobre la demanda por crédito, la cual ha comenzado a mostrar algunas señales de reactivación. Entretanto, el debilitamiento del euro frente a las principales monedas del mundo estaría dando un impulso a las exportaciones, que, con cifras a febrero, han presentado un ritmo favorable de expansión. Adicionalmente, las cifras a marzo de los indicadores de actividad manufacturera y de servicios para el conjunto de la zona del euro muestran tendencias positivas (Gráfico 3).

Sin embargo, el comportamiento por países sigue siendo heterogéneo. Por una parte, la economía española continúa recuperándose favorablemente, gracias a las mejoras en competitividad generadas por las reformas adoptadas tras la crisis. De forma similar, los indicadores para Alemania sugieren un buen dinamismo de esta economía, gracias al impulso adicional que está recibiendo por parte de su demanda interna. Por la otra, las economías de Francia e Italia, si bien muestran algunas señales de reactivación, siguen muy débiles por culpa de los problemas estructurales que aún adolecen.

En el primer trimestre de 2015 el crecimiento del producto interno bruto (PIB) de la mayoría de países emergentes habría sido modesto. En el caso de China su PIB aumentó 7,0% en términos anuales en el primer trimestre, ubicándose por debajo del crecimiento registrado tres meses atrás (7,3%) y en 2014 (7,4%). Esta moderación ocurrió, en gran parte, porque continuó la desaceleración de la inversión en activos fijos, en especial aquellos destinados a la finca raíz. Adicionalmente, el yuan se ha fortalecido frente a la mayoría de monedas del mundo, lo cual impacta de manera adversa a sus exportaciones. Para frenar la desaceleración de la economía, su gobierno y su banco central han adelantado planes de estímulo que, sin embargo, no resolverían los desbalances en otros sectores (inmobiliario y financiero).

En cuanto a América Latina, las cifras a febrero de los indicadores de actividad real sugieren que los países de la región siguieron exhibiendo un muy bajo dinamismo durante el primer trimestre del año (Gráfico 4). En términos generales, las ventas

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



Fuente: Datastream.

al exterior se mantuvieron débiles, como consecuencia de los bajos precios de los principales bienes básicos de exportación y del de la moderación en la demanda de los socios comerciales. De forma similar, la confianza de los hogares y de los empresarios se ha mantenido en niveles bajos, lo cual ha afectado las decisiones de inversión y de consumo.

Adicional al choque externo y a la confianza, que es común para los países de la región, algunos otros factores idiosincrásicos ayudan a explicar el bajo crecimiento observado durante los primeros meses del año. En Perú, por ejemplo, no se ha revertido el choque climático que afecta al sector de la pesca desde el año anterior, el cual, dados sus importantes encadenamientos productivos, ha tenido efectos adversos sobre el

sector primario y sobre la industria. Entretanto, en Brasil la consolidación fiscal que se está adelantando y los bajos niveles de inversión explican parte de su pobre desempeño económico. Finalmente, en el caso de Ecuador el débil comportamiento de la actividad real se explica en buena medida por la reducción en el ingreso nacional ante los bajos precios del petróleo y por la pérdida de competitividad de sus exportaciones tras la apreciación del dólar.

2. Precios de productos básicos, inflación y política monetaria

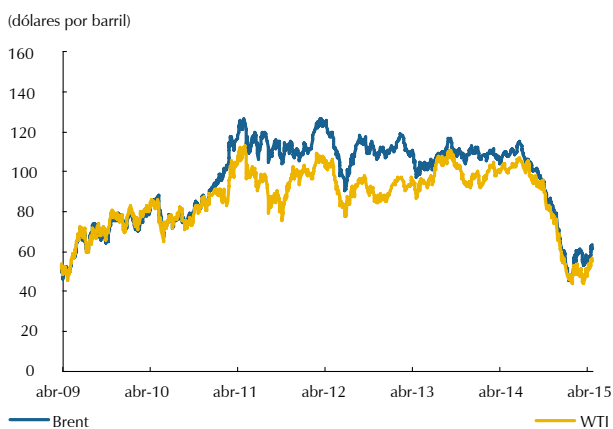
Con respecto a los precios de los principales bienes básicos exportados por Colombia, entre enero y abril las cotizaciones del petróleo (referencia Brent) han oscilado entre USD 45 y USD 65 por barril, aunque han mostrado una ligera tendencia al alza en lo corrido de abril (Gráfico 5). Los nuevos brotes de conflictos geopolíticos en Medio Oriente, la perspectiva de que la producción en los Estados Unidos

comenzaría a moderarse en los próximos meses y el reciente debilitamiento del dólar explican parte de este comportamiento. No obstante, los inventarios globales de crudo se ubicaron en niveles históricamente altos, por lo que persisten los riesgos a la baja.

Por su parte, la cotización internacional del carbón se mantuvo en niveles bajos durante los primeros meses del año, debido a su menor demanda. Lo anterior es consecuencia, principalmente, de la desaceleración de la actividad económica mundial y de los bajos precios del petróleo, los cuales favorecen la sustitución.

Los precios internacionales del café se redujeron de forma considerable durante febrero y se mantuvieron en niveles bajos en marzo y abril. Las perspectivas de

Gráfico 5
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

una mayor oferta, gracias a la moderación de los factores climáticos, los cuales habían afectado la producción en Brasil, y a las buenas cosechas en Colombia, han afectado el precio de este bien agrícola.

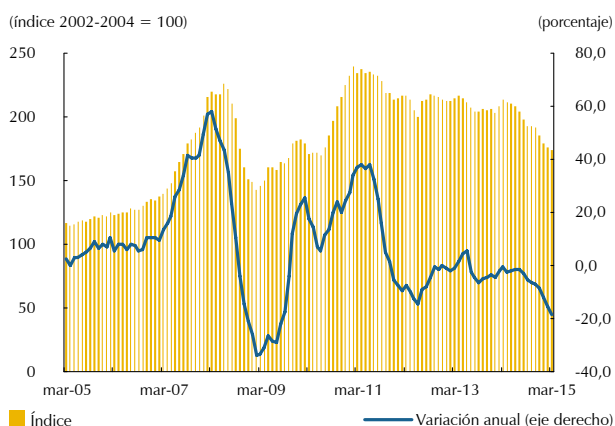
En cuanto a las cotizaciones internacionales de los alimentos, en el primer trimestre se prolongaron los descensos que se iniciaron a mediados del año anterior, lo que se reflejó en una mayor contracción anual del índice de precios de los alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés) (Gráfico 6). En este caso, la tendencia decreciente sería el

resultado de una amplia oferta mundial, lo cual ha permitido que se observen altos niveles de inventarios. En este comportamiento incide igualmente el menor precio del petróleo, puesto que reduce los costos de transporte y de algunos insumos necesarios para la producción de estos bienes, al igual que favorece la sustitución de combustibles de origen vegetal por aquellos derivados del petróleo.

Los términos de intercambio del país, con cifras a febrero, y de acuerdo con la metodología de comercio⁴ (Gráfico 7), se ubicaron en niveles menores a los observados el año anterior, como consecuencia de los bajos precios de los bienes básicos de exportación. Este nivel no se observaba desde el 2009.

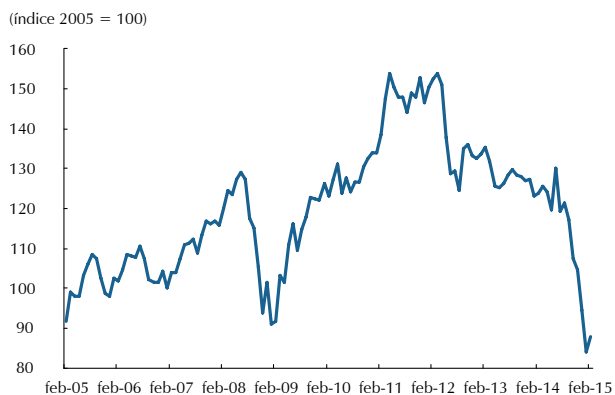
Las menores cotizaciones de los bienes básicos explican gran parte de las reducciones observadas en el índice de precios al consumidor (IPC) de los países desarrollados durante los meses más recientes. Este es el caso de la zona del euro, donde la inflación anual se mantuvo en terreno negativo por cuarto mes consecutivo y registró un descenso de 0,1% en marzo. Entretanto, la inflación anual, excluyendo alimentos y combustibles, no presentó cambios significativos y registró 0,6%. Por su parte, en los Estados Unidos la inflación anual se redujo de forma importante en los primeros tres meses del año, al pasar de 0,8% en diciembre a -0,1% en marzo. Pese a lo anterior, las medidas de inflación básica han mostrado algunos incrementos leves durante el primer trimestre, para ubicarse en 1,8%. Finalmente, en Japón la inflación anual también se redujo, aunque se mantuvo

Gráfico 6
Precios internacionales de los alimentos



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

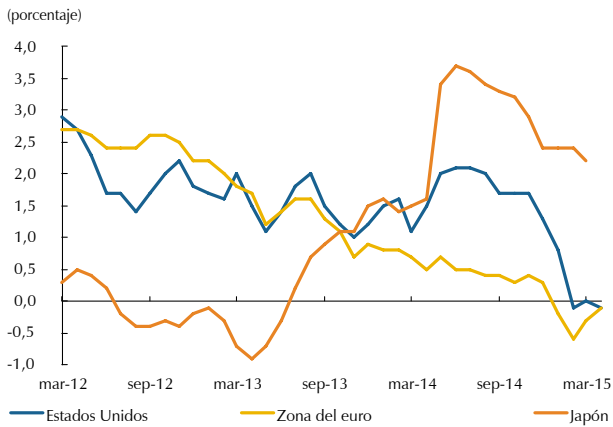
Gráfico 7
Índice de términos de intercambio de Colombia (metodología comercio)



Nota: Para mayor información sobre la metodología empleada, véase el Recuadro 2 del Informe sobre Inflación de septiembre de 2013.
Fuente: Banco de la República.

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

Gráfico 8
Inflación anual para algunos países desarrollados



Fuente: Bloomberg.

en niveles elevados gracias al alza en el impuesto al consumo que empezó a regir a partir de abril de 2014 (Gráfico 8).

En cuanto a la política monetaria, la Fed mantuvo su tasa de intervención en 0,25% y, de acuerdo con los pronósticos de los miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) en su reunión de marzo y con las expectativas de los agentes (derivadas de las curvas de futuros), el incremento de esta tasa sería más gradual que el que habían anticipado tres meses atrás. Entretanto, en la zona del euro el BCE inició el programa de compra de bonos soberanos por EUR 50 mil millones (mm) mensuales. Este programa se extendería, como mínimo, hasta septiembre de 2016.

En las economías de América Latina el panorama inflacionario y las respuestas de política monetaria han sido heterogéneos. Por un lado, la inflación en Brasil ha mostrado una marcada tendencia creciente, como consecuencia de incrementos en los precios de algunos bienes regulados en el marco de su plan de consolidación fiscal. En la reunión de marzo su banco central decidió incrementar su tasa de referencia en 50 puntos básicos (pb), ubicándola así en 12,75%, en un contexto en el cual las expectativas de inflación se ubicaban por encima del rango meta.

Por el otro, en Chile se han moderado las presiones al alza sobre los precios que habían surgido a comienzos del año pasado, principalmente por la depreciación del peso chileno. Lo anterior, junto con unas expectativas de inflación ancladas alrededor de la meta del banco central y una economía que continúa débil, permitieron que la autoridad monetaria mantuviera su tasa de interés en niveles bajos (3,0%). En Perú han desaparecido algunos de los choques de oferta que mantuvieron elevada la inflación durante la primera mitad de 2014, permitiendo que este indicador converja a la meta de su banco central (2,0%). Gracias a ello, y dado el bajo dinamismo de la actividad real, el Banco Central de Reserva del Perú mantuvo sus tasas en 3,25% en abril. Adicionalmente, entre enero y marzo de 2015 la autoridad monetaria peruana ha realizado ventas netas de moneda extranjera por aproximadamente USD 2.790 millones.

Finalmente, para las economías emergentes de Asia, la inflación anual se mantuvo baja en China, Corea, India y Taiwán. En este contexto, el Banco Central de China adoptó una postura más expansiva, al reducir la tasa de depósito para los bancos en 100 pb y al relajar algunas condiciones regulatorias en el mercado de crédito hipotecario.

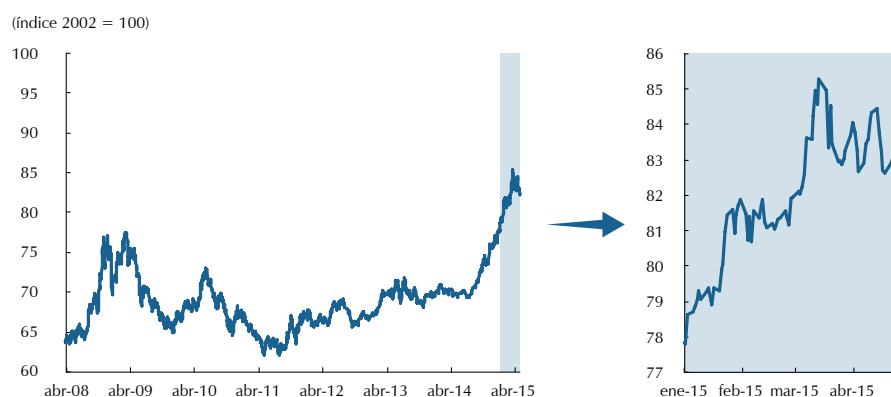
La inflación en las economías emergentes muestra un comportamiento heterogéneo. En América Latina, en Perú y Chile se ha moderado, mientras que en Brasil presenta una marcada tendencia al alza. En los países asiáticos esta se mantuvo baja.

3. Mercados financieros

En cuanto a los mercados financieros internacionales, se observó un comportamiento disímil durante los primeros meses del año. En enero y febrero continuó la aversión al riesgo que había iniciado en la última parte del año anterior, lo cual

aceleró la apreciación del dólar frente a las principales monedas del mundo (Gráfico 9), y se observó un incremento de las primas de riesgo de la mayoría de las economías emergentes. No obstante, estas tendencias se revirtieron durante marzo y abril, por lo que se observó un retroceso parcial en el fortalecimiento del dólar y caídas en las primas de riesgo. Lo anterior estuvo explicado por los cambios en las perspectivas de los agentes sobre los incrementos de las tasas de interés en los Estados Unidos, como consecuencia de la revisión a la baja de los pronósticos de su tasa de referencia y del crecimiento por parte de la Fed en su reunión de marzo.

Gráfico 9
Índice de tasa de cambio del dólar
(ponderada por comercio)
(USD trade weighted index)



Fuente: Bloomberg.

En los Estados Unidos las tasas de los bonos de diez años se incrementaron durante febrero. Sin embargo, ante la perspectiva de que la normalización de la política monetaria ocurriría de forma más lenta que lo anunciado, en marzo y abril las tasas revirtieron una parte importante de este aumento (Gráfico 10).

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

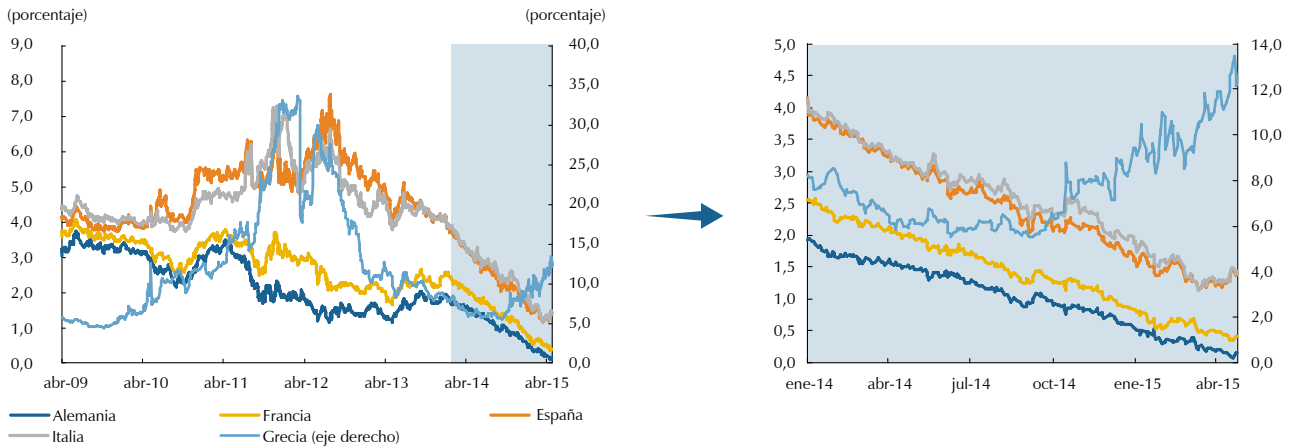


Fuente: Bloomberg.

En la zona del euro las tasas de los bonos soberanos de diez años se mantuvieron en niveles bajos para Alemania, España, Italia y Francia, mientras que las de Grecia continuaron mostrando una clara tendencia creciente (Gráfico 11). En el caso de este último país, el alza estuvo explicada por la incertidumbre sobre su sostenibilidad fiscal, como consecuencia de que no se ha logrado un acuerdo con la Comisión Europea, el BCE ni con el Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre la prórroga del programa de financiamiento de este país. Sin embargo, hasta el momento no se ha observado un contagio a las demás economías de Europa que, por el contrario, mostraron bajos costos de financiamiento gracias al inicio del programa de compra de bonos soberanos por parte del BCE.

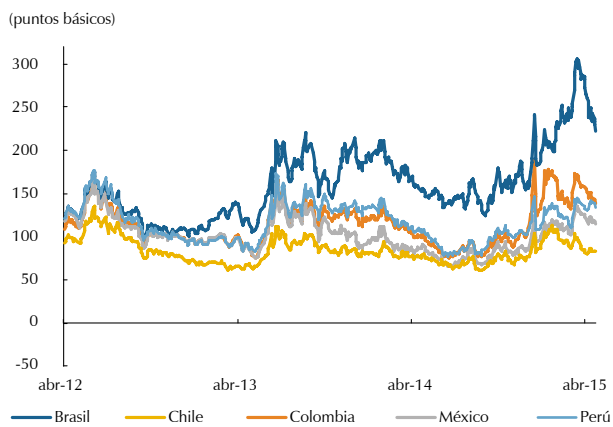
En el caso de América Latina, las primas de riesgo se incrementaron durante los dos primeros meses del

Gráfico 11
Tasas de interés a 10 años para los títulos de deuda pública de algunos países de la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

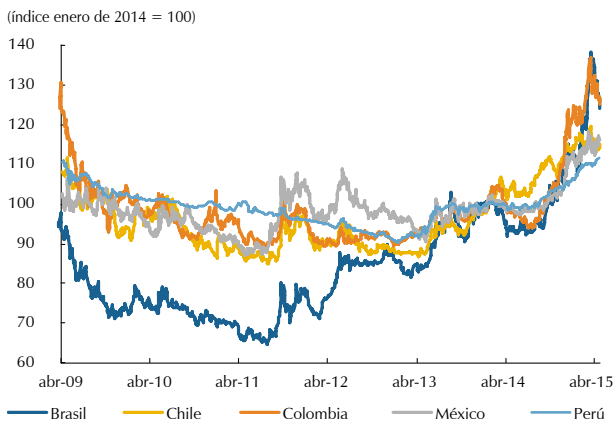
año, para luego caer entre marzo y abril. De esta forma, en abril los *credit default swaps* (CDS) a cinco años se ubicaron por debajo de lo observado durante el primer trimestre; sin embargo, permanecen por encima del promedio de 2014 (Gráfico 12). Las monedas latinoamericanas mostraron un comportamiento similar, puesto que continuaron depreciándose de manera importante entre enero y febrero, para luego revertir parte de este debilitamiento en los dos meses siguientes (Gráfico 13). Pese a la apreciación que se ha visto recientemente, las monedas de la región se han depreciado en lo corrido del año, destacándose el real brasileño, el sol peruano y el peso colombiano que, en su orden, han perdido 11,1%, 5,2% y 3,2% de su valor con respecto al dólar (Recuadro 1, pp. 33-35).

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

El pronóstico promedio de crecimiento de los socios comerciales de Colombia fue revisado a la baja en este informe con respecto a lo estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior. Esto obedece a una desaceleración más fuerte que la esperada para China, a que las economías de América Latina permanecen débiles y al choque transitorio que sufrió la economía de los Estados Unidos. Así, se proyecta que la expansión económica de los principales socios comerciales del país sea de 1,3% para el presente año, lo cual es inferior a lo esperado tres meses atrás (1,9%) y a lo observado para el año anterior (1,5%) (Cuadro 1). Para 2016 se prevé una recuperación de los socios comerciales, los cuales crecerían 2,4%.

Por países, en los Estados Unidos se revisó a la baja el pronóstico de crecimiento para todo 2015, como consecuencia del bajo dinamismo que se observó durante el

Gráfico 13
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

primer trimestre. Sin embargo, para lo restante del año y para 2016 se espera que los factores fundamentales del consumo permanezcan en condiciones favorables, por lo que el gasto de los hogares se consolidaría como el principal motor de crecimiento de la actividad económica. Adicionalmente, el impacto positivo de la caída en los precios del petróleo sobre el consumo sería mayor que el efecto adverso que este choque tendría sobre la inversión. Sin embargo, las exportaciones continuarían afectadas por la fortaleza del dólar frente a las principales monedas del mundo. En este contexto, el crecimiento sería de 2,8% tanto en 2015 como en 2016.

Las cifras de creación de empleo en los Estados Unidos serían consistentes con el buen comportamiento que se espera de la economía, por lo que el mercado

laboral continuaría con su recuperación, se seguirían eliminando los excesos de capacidad existentes y comenzarían a aparecer algunas presiones al alza sobre los salarios. Por lo anterior, y porque se prevé una recuperación de los precios

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2014	Proyecciones para 2015			Proyecciones para 2016		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos	2,4	2,2	2,8	3,4	2,0	2,8	3,6
Zona del euro	0,9	0,8	1,3	1,8	0,8	1,5	2,0
Venezuela ^{a/}	(4,0)	(7,0)	(5,0)	(3,0)	(2,0)	0,0	2,0
Ecuador	3,8	0,2	1,5	2,2	1,0	2,0	3,0
China	7,4	6,4	6,8	7,2	6,0	6,5	7,0
Otros socios							
Brasil	0,1	(1,2)	(0,6)	(0,2)	0,3	1,0	1,5
Perú	2,4	3,0	4,0	4,7	3,0	4,5	5,5
México	2,1	2,0	3,0	3,5	2,5	3,5	4,0
Chile	1,8	2,5	3,0	3,5	2,5	3,5	4,5
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	1,5	0,3	1,3	2,1	1,4	2,4	3,4
Países desarrollados^{b/}	1,8		2,4		2,4		
Países emergentes y en desarrollo^{b/}	4,6		4,3		4,7		
Total mundial^{b/}	3,4		3,5		3,8		

a/ Los datos disponibles para Venezuela en 2014 no están disponibles. Se usó el pronóstico publicado en el Informe sobre Inflación de diciembre para el cálculo de crecimiento de los socios comerciales.

b/ Pronósticos FMI a enero de 2015.

Fuente: cálculos Banco de la República.

Se espera que la Fed incremente la tasa de referencia durante el tercer trimestre de 2015 y continúe con ajustes graduales durante 2016.

de los combustibles, se espera que hacia 2016 la inflación muestre una tendencia creciente y converja hacia la meta de largo plazo de la Fed (2,0%).

Los anteriores pronósticos suponen que, en materia de política monetaria, la Fed incrementaría su tasa de referencia durante el tercer trimestre de 2015 y que seguirían haciendo ajustes durante 2016. Sin embargo, las alzas serían más graduales que las que se anticipaban en el *Informe sobre Inflación* anterior. Se espera que el retiro paulatino del estímulo monetario no genere aumentos significativos en la volatilidad de los mercados financieros y que se transmita correctamente a las tasas del mercado.

En la zona del euro la recuperación de la economía sería más fuerte que la esperada en el *Informe sobre Inflación* anterior. Las medidas adoptadas por el BCE han permitido la recuperación de la confianza y han restablecido en alguna medida el canal del crédito, lo cual favorecería el consumo privado y la inversión. Adicionalmente, el debilitamiento del euro seguiría impulsando las exportaciones por fuera de la Unión Europea. De esta forma, el crecimiento sería de 1,3% en 2015 y de 1,5% en 2016.

Al desagregar por países, las reformas adoptadas en algunas economías de la periferia permitirían que estas continúen con su recuperación. Adicionalmente, se espera que Alemania siga expandiéndose a un ritmo favorable. Las economías de Francia e Italia, si bien seguirían enfrentando problemas estructurales de competitividad, se verían favorecidas por la recuperación en la confianza en la zona y por la debilidad del euro.

En China la actividad real se seguiría desacelerando durante 2015 y 2016, a medida que avanza la liberalización de los mercados financieros y el rebalanceo hacia una economía soportada por el consumo privado. En este contexto, se espera que la inversión en activos fijos y el crédito sigan reduciendo paulatinamente el dinamismo que han exhibido en años anteriores y efectúen un menor aporte al crecimiento. Adicionalmente, la fortaleza del yuan tendría un efecto adverso sobre la competitividad de las exportaciones, por lo que el comercio externo aportaría poco a la expansión de la actividad económica. Sin embargo, la moderación en el crecimiento sería gradual, gracias a que su gobierno y su banco central implementarían medidas de estímulo.

En América Latina se espera un comportamiento heterogéneo entre países para 2015 y 2016. Por un lado, Perú y Chile exhibirían alguna recuperación, como consecuencia del menor precio del petróleo y del estímulo que se espera por parte del sector público. De forma similar, México se vería favorecido por la mayor dinámica de la economía estadounidense. En contraste, la economía de Brasil se contraería en 2015 por la consolidación fiscal que se adelanta en este país y por los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores. Sin embargo, se espera alguna recuperación en 2016. En el caso ecuatoriano, la expansión de la economía sería débil como consecuencia de unos precios del petróleo que se mantendrían

La actividad real de China se seguiría desacelerando durante 2015 y 2016.

relativamente bajos y de la fortaleza del dólar. Entretanto, Venezuela se seguiría contrayendo a causa de sus problemas estructurales, los cuales se han intensificado con los bajos precios internacionales del petróleo.

Respecto al precio del petróleo (referencia Brent), el promedio de los primeros cuatro meses del año (USD 55,7 por barril) ha sido superior al esperado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre, por lo que se revisó al alza el pronóstico para todo 2015 de USD 50 a USD 55 por barril. Adicionalmente, se han presentado conflictos geopolíticos no previstos y la moderación en la producción de los yacimientos no convencionales en los Estados Unidos estaría ocurriendo con mayor anticipación que lo proyectado. Se espera que para lo restante del año se observe volatilidad en la cotización del crudo considerando que, si bien hay factores que presionan los precios al alza, los altos niveles de inventarios, una oferta global de crudo que se mantiene elevada y una demanda débil representan importantes riesgos a la baja para su cotización. En 2016 se espera que las mayores perspectivas de crecimiento mundial ayuden a consolidar la demanda por este bien, lo cual, junto con una caída en la producción de los yacimientos no convencionales, favorecería una recuperación de los precios.

Para los precios de los demás bienes básicos exportados por Colombia se prevén caídas durante 2015 con respecto a la observada en promedio durante 2014. Por un lado, los precios del carbón seguirían reduciéndose, como consecuencia de una sustitución a nivel mundial de este mineral por gas natural o por derivados de petróleo para la generación de energía. Por otro, la cotización del café sería baja por la recuperación de la producción en Brasil y porque la oferta en los países asiáticos y en Colombia se mantendría elevada (Cuadro 2).

Al igual que en trimestres anteriores, el escenario central continúa presentando riesgos no despreciables a la baja. En esta ocasión, el principal riesgo proviene del hecho de que la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos podría tener efectos mundiales adversos sobre los mercados financieros y la confianza de empresarios y hogares. Esto afectaría las decisiones de consumo

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

Principales productos	2014	Proyecciones para 2015			Proyecciones para 2016		
		Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	1,97	1,60	1,80	2,00	1,60	1,90	2,20
Petróleo Brent (dólares por barril)	99,2	45	55	65	50	65	80
Carbón (dólares por tonelada)	75,2	52	58	63	47	56	65
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	16.898	13.465	15.484	17.504	12.118	14.811	16.830
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.266	1.300	1.200	1.100	1.400	1.250	1.100

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

La normalización en la política monetaria en Estados Unidos podría afectar adversamente los mercados financieros y la confianza.

e inversión, al igual que impactaría los flujos de capitales hacia los mercados emergentes.

Otro riesgo importante proviene de una posible salida de Grecia de la zona del euro, que resulte en problemas de financiamiento para su sistema financiero y para su gobierno, lo que se podría propagar a otras economías de la región.

Finalmente, no se descarta una desaceleración más fuerte en los países emergentes. En el caso de China esto ocurriría principalmente por problemas asociados con su estabilidad financiera y con una caída mayor de su mercado inmobiliario. Para las economías de América Latina la reducción de los precios internacionales y los bajos niveles de confianza podrían tener efectos mayores en su actividad económica que los previstos en el escenario central.

B. BALANZA DE PAGOS

Durante 2014 el déficit en la cuenta corriente ascendió a 5,2% del PIB (USD 19.780 m), ampliándose con respecto a lo observado en 2013 (3,2%, USD 12.330 m). El deterioro en el balance externo del país fue el resultado de la fuerte caída en el precio del petróleo, de los choques de oferta registrados para el carbón y los productos refinados del petróleo durante el año, de la desaceleración de la demanda externa y del dinamismo de las importaciones. En este sentido, el balance comercial de bienes registró un déficit de USD 4.694 m en 2014, frente al superávit de USD 3.180 m de un año atrás. Lo anterior refleja una reducción en las exportaciones totales en dólares durante 2014 de 5,5% anual, mientras que las importaciones totales en dólares registraron un crecimiento del 8,0%.

El resultado en el comercio de bienes estuvo acompañado por un mayor déficit en la cuenta de servicios no factoriales con respecto a lo observado en 2013 (USD 657 m). Este resultado más negativo del balance comercial de bienes y servicios, en parte, se vio compensado por una reducción en la renta de los factores por un valor de USD 1.319 m, explicado en gran medida por la fuerte disminución del valor de la remisión de las utilidades de la inversión directa en Colombia, en especial aquella relacionada con el sector minero-energético. Por su parte, los ingresos por transferencias corrientes mostraron una contracción de 5,2%, asociados principalmente con las menores remesas de trabajadores provenientes de Venezuela.

En términos del financiamiento del balance externo, en 2014 la cuenta de capital y financiera registró entradas netas de recursos por USD 23.949 m, monto superior a lo observado en 2013, cuando los ingresos netos de capital alcanzaron un valor de USD 18.782 m. Esto estuvo asociado, en especial, con los mayores flujos de inversión de cartera (USD 11.631 m) que se registraron durante el año, tanto en el mercado local de deuda pública (gracias al incremento de la ponderación de los títulos del país denominada en pesos en los índices de deuda emergente GBI de JP Morgan), como en la colocación de bonos en los mercados internacionales por parte del sector público. De la misma manera, en 2014 se

En 2014 el déficit externo colombiano fue de 5,2% del PIB, resultado de un fuerte deterioro en el balance comercial de bienes del país.

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

	2011	2012	2013(pr)	2014(pr)	2015(proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	(9.710)	(11.306)	(12.330)	(19.780)	(17.038)
Porcentaje del PIB	(2,9)	(3,1)	(3,2)	(5,2)	(5,3)
A. Bienes y servicios	950	(843)	(2.749)	(11.280)	(13.016)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(15.494)	(15.042)	(14.175)	(12.857)	(8.469)
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.834	4.579	4.594	4.357	4.446
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(8.921)	(11.748)	(11.836)	(19.512)	(17.038)
Porcentaje del PIB	(2,7)	(3,2)	(3,1)	(5,2)	(5,3)
A. Inversión directa (ii - i)	(6.228)	(15.646)	(8.547)	(12.155)	(11.226)
i. Extranjera en Colombia (IED)	14.648	15.039	16.199	16.054	13.226
ii. Colombiana en el exterior	8.420	(606)	7.652	3.899	2.000
B. Inversión de cartera	(6.090)	(5.690)	(6.978)	(11.631)	(4.064)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(345)	4.181	(3.257)	(164)	(2.022)
D. Activos de reserva	3.742	5.406	6.946	4.437	274
Errores y omisiones (E y O)	789	(443)	495	268	0

(pr): preliminar.

(proy): proyección.

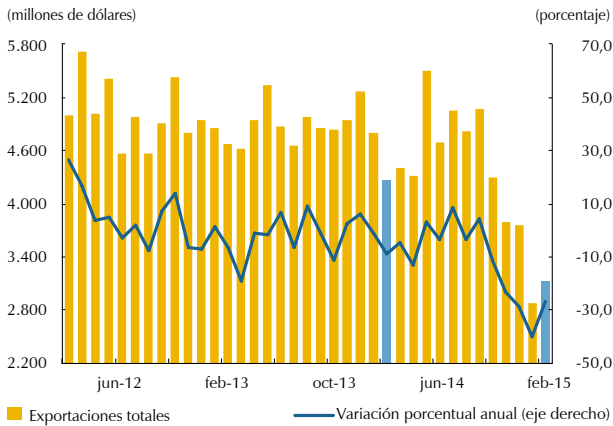
Nota: los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del Manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

Fuente: Banco de la República.

registraron mayores recursos provenientes de una mayor inversión directa neta (USD 12.155 m). Lo anterior fue producto de una inversión extranjera directa (IED) en niveles similares a los observados en 2013 y una reducción de los flujos de inversión de colombianos en el exterior. Durante 2014 el 40% de los recursos de IED se dirigieron a los sectores de petróleo y minería, mientras que el restante 60% se registró en otros sectores tales como manufacturas (18,2%), servicios financieros y empresariales (15,4%), transporte, almacenamiento y comunicaciones (12,0%), entre otros. Los mayores recursos de inversión directa y de cartera estuvieron parcialmente compensados por menores ingresos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos). Por otra parte, el Banco de la República acumuló reservas internacionales por USD 4.058 m.

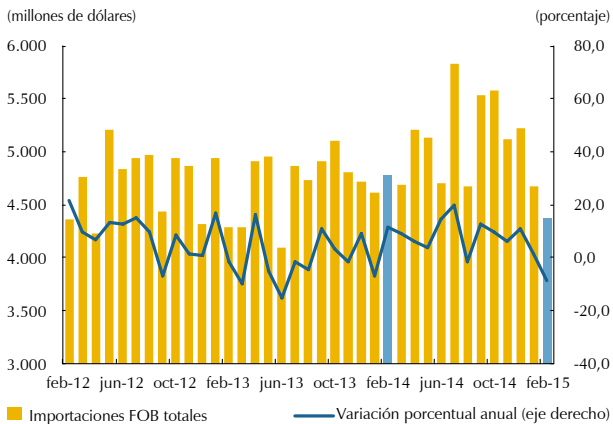
Para el primer trimestre de 2015 se espera que el déficit en la cuenta corriente continúe ampliándose. De hecho, la información disponible de comercio exterior de bienes para el bimestre enero-febrero señala que el balance comercial siguió deteriorándose. En dicho período las exportaciones totales en dólares cayeron 33,8% con respecto al año anterior (Gráfico 14), afectadas por las menores cotizaciones de los precios internacionales del petróleo y el carbón y por un menor valor exportado de los bienes industriales. Por su parte, el valor de

Gráfico 14
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15
Importaciones FOB totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

las importaciones FOB (*free on board*)⁵ en dólares se contrajo a una tasa de 3,7% en términos anuales (Gráfico 15) (véase sombreado, p. 29).

La estimación de un mayor déficit comercial estaría compensada en parte por una reducción en los egresos netos por renta de factores, asociado principalmente con las menores utilidades del sector minero y por un menor balance deficitario en el comercio de servicios, impulsado por los efectos de la depreciación del peso. Sumado a lo anterior, los ingresos netos por transferencias registrarían niveles ligeramente superiores a los del mismo período del año anterior. Esto es consistente con una moderada recuperación de las remesas de trabajadores, las cuales a marzo han crecido a una tasa anual de 1,1%.

La información disponible sobre flujos de capital en lo corrido del año, proveniente de la balanza cambiaria⁶, sugiere una marcada moderación en el ritmo de entrada de recursos de cartera al mercado local, presentando incluso valores netos negativos en el mes de marzo. Por su parte, los flujos de IED hacia los diferentes sectores también se redujeron en los primeros meses del año, principalmente aquellos dirigidos a los sectores de petróleo y minería. Lo anterior estaría compensado por los recursos de cartera obtenidos por el sector público en los mercados internacionales, de los cuales se destaca la colocación de bonos por USD 2.500 m por parte del gobierno central y los recursos de un crédito internacional conseguido por Ecopetrol durante el primer trimestre del año.

Al igual que en el informe anterior, para todo 2015 se consideraron diferentes escenarios de pronóstico de balanza de pagos asociados con las condiciones y la disponibilidad de financiamiento externo para la economía local. Dada su incertidumbre, estos elementos determinan la amplitud del rango de proyección del déficit en la cuenta corriente. Dichos escenarios se construyen con los supuestos centrales para el contexto externo presentados en la sección anterior y con diferentes estimaciones de la cuenta financiera y el crecimiento interno.

5 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 (*cost, insurance and freight*), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas durante enero y febrero de 2015 fue de USD 4.736 m, lo que representa una reducción de 3,8% anual.

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

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES PARA 2014 Y EN LO CORRIDO DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2015

Durante 2014 se registró una caída de las exportaciones totales de 5,5% con respecto al año anterior. Ello obedeció a menores ventas externas de bienes de origen minero e industriales, las cuales se contrajeron en 9,8% y 4,8% anual, respectivamente. En el primer grupo se observaron caídas generalizadas en el valor exportado de todos los productos, excepto carbón. La disminución más fuerte se registró en el grupo de refinados del petróleo, con una variación anual de -34,6%, dado el choque de oferta ocasionado por el cierre de Reficar¹. Las exportaciones de petróleo, por su parte, cayeron 6,8% anual, dada la pronunciada reducción en su precio internacional, en especial durante el segundo semestre, mientras el oro y el ferromniquel registraron disminuciones anuales de 5,8% y 9,9%.

Con respecto a las exportaciones industriales², se vieron perjudicadas principalmente por la reducción en las ventas externas de carne, textiles, confecciones y vehículos. Por destinos, el más afectado fue el comercio con Venezuela, donde se registró una caída de 7,0% anual en las exportaciones industriales a este país, mientras las ventas hacia Ecuador se redujeron en 1,8%. Por el contrario, las ventas hacia los Estados Unidos aumentaron 5,0% durante 2014. Las dirigidas a otros destinos también mostraron una reducción anual del orden del 7,1%.

Durante el mismo período los bienes de origen agrícola registraron un crecimiento anual de 17,6%, producto de un aumento generalizado en todos los productos. En particular, las exportaciones de café mostraron un significativo crecimiento de 31,3% durante 2014, resultado de mejores cotizaciones en los mercados internacionales y de un aumento importante en los volúmenes despachados.

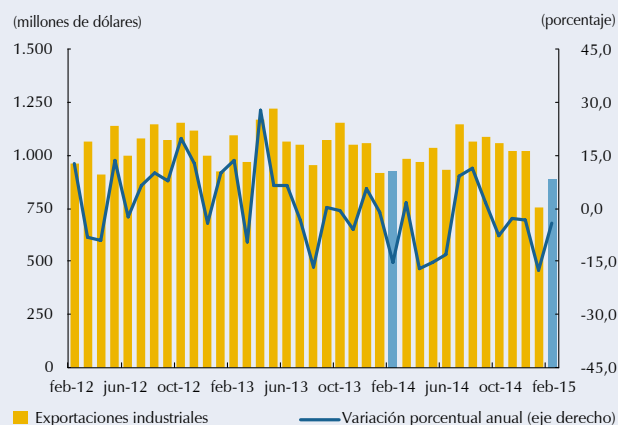
Por su parte, las importaciones crecieron 8,0% anual en 2014, impulsadas en general por aumentos en todos los grupos de productos. Las compras externas de bienes de consumo registraron un crecimiento anual de 8,7%, con un aumento de los bienes durables de 11,5% y de no durables de 5,8%. Las importaciones de bienes intermedios registraron una variación anual de 8,9%, con un importante incre-

mento en combustibles y lubricantes de 18,2%, asociado con el cierre de Reficar, mientras las compras de materias primas para la agricultura y la industria crecieron 2,9% y 6,1%. Por último, las importaciones de bienes de capital se expandieron en 6,1%, con crecimientos generalizados en materiales de construcción (2,4%), bienes de capital para la industria y la agricultura (6,2% y 2,3%) y equipo de transporte (6,9%).

Durante el bimestre enero-febrero de 2015 las exportaciones en dólares mostraron una fuerte caída (-33,8%) atribuible a una reducción generalizada de las ventas externas de origen minero, en especial del petróleo y sus derivados (-50,8% y -67,9%, respectivamente). Lo anterior estuvo asociado con la fuerte descolgada en el precio internacional del crudo. Igualmente, se observaron disminuciones de las exportaciones de carbón (-11,0%), ferromniquel (-26,1%) y oro (-45,8%).

Con relación a las exportaciones industriales, entre enero y febrero se observó una disminución de 10,7% de las ventas externas de estos productos (Gráfico A). Aquello refleja una reducción de las exportaciones no tradicionales hacia todos los destinos, excepto hacia los Estados Unidos, donde registró un crecimiento anual de 2,6% (Gráfico B). Las ventas a este destino ascienden en el bimestre a USD 243 m, representando el 14,9% de dichas exportaciones durante este período. Cabe señalar la fuerte reducción que se sigue registrando en el comercio hacia Venezuela, el cual muestra una caída anual de 47,4% en dicho período.

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

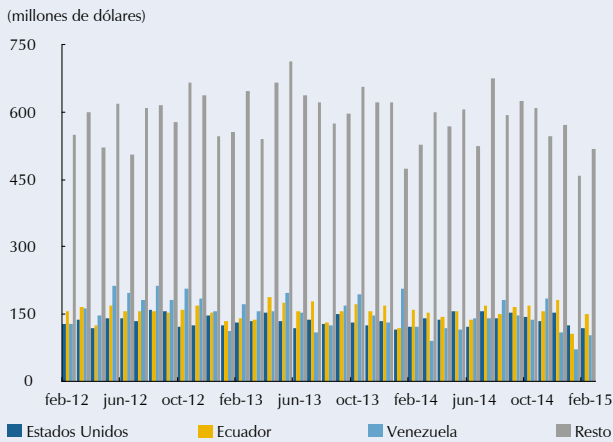


1 La disminución en las exportaciones de derivados del petróleo se explica, en parte, por el cierre de la Refinería de Cartagena (Reficar) a principios de 2014 y, adicionalmente, por la reducción de los precios de los hidrocarburos.

2 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni derivados, carbón, ferromniquel, oro, café, banano ni flores, y representan el 27,4% del total exportado en dicho período. Las exportaciones de la industria manufacturera representan el 95,3% de este grupo.

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

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

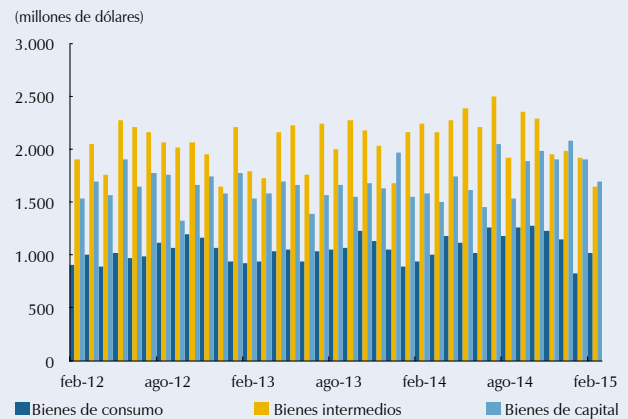


a/ No considera café, derivados del petróleo, ferróniquel, oro, banano ni flores.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, las exportaciones de bienes de origen agrícola registraron un aumento de 22,5% anual durante dicho bimestre, especialmente favorecido por las ventas externas de café, las cuales crecieron 55,7% anual durante este período. Por el contrario, las exportaciones de banano y flores cayeron 13,0% y 1,6% durante este período.

En ese mismo lapso las importaciones FOB en dólares reportaron una contracción anual de 3,7%. Esta reducción está asociada principalmente con la caída anual en el valor exportado de los bienes intermedios (-19,1%), en particular debido a la reducción del 53,8% de las importaciones de combustibles. Por el contrario, los bienes de consumo y de capital aumentaron durante este período en 1,4% y 15,0%; estos últimos, asociados en especial con la importación de aeronaves (Gráfico C).

Gráfico C
Importaciones por tipo de bienes (FOB)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En particular, comparado con 2014, para el escenario central de 2015 se espera una ligera ampliación del déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB a 5,3%. Si bien esto reflejaría una reducción en el déficit en la cuenta corriente de USD 2.742 m, como proporción del PIB se amplía ligeramente por una menor valoración del PIB en dólares, debido a que se espera una depreciación nominal durante 2015. Dicho efecto en el déficit corriente como proporción del PIB es de alrededor de un punto porcentual (Cuadro 3). Este pronóstico incorpora el impacto que tiene la caída del precio del petróleo en las diferentes cuentas del balance externo: por un lado, se estima que el déficit en el comercio de bienes se ampliaría como resultado de una fuerte disminución en el valor de las principales exportaciones de origen minero y agrícola, compensada parcialmente por una moderada recuperación del resto de exportaciones y la reducción de las importaciones. El desempeño de las ventas externas estaría afectado por las menores previsiones de los precios del petróleo (USD 55/bl Brent) y del carbón, lo que estaría compensado parcialmente con las mejores perspectivas para los productos de origen agrícola, junto con la recuperación de una parte de las exportaciones de derivados del petróleo con la entrada en operación de Reficar al final del año. Para el resto de las exportaciones se estima un crecimiento moderado de alrededor de 2%, impulsado,

Para 2015 se estima una reducción del déficit corriente en dólares, asociado con un mejor balance externo en las cuentas de servicios y menores egresos netos por renta de factores.

principalmente, por el efecto de la depreciación, a pesar de la desaceleración de la demanda externa de los socios comerciales⁷.

De esta forma, en el escenario central las exportaciones de los principales productos caerían cerca de 34% (en dólares), mientras las totales se contraerían un 24%. Por su parte, las importaciones en dólares disminuirían frente a lo observado en 2014 (-15,5% anual), comportamiento asociado con una fuerte caída en las importaciones de bienes de capital para la industria minero-energética, una demanda interna menos dinámica y la reducción generalizada de los precios internacionales de los bienes importados, en especial de los bienes intermedios (principalmente combustibles).

Por otro lado, se proyecta una reducción en el déficit del comercio de servicios, y una disminución en los egresos netos por renta de factores, asociada con la menor remisión de utilidades del sector minero-energético y el efecto de la depreciación del peso sobre las utilidades de los demás sectores. Las transferencias corrientes, por su parte, podrían registrar un moderado crecimiento frente a lo observado un año atrás, explicado por el impulso de la recuperación de las economías avanzadas (Estados Unidos y España, principalmente) sobre los ingresos por remesas de trabajadores.

El menor déficit en la cuenta corriente en dólares es consistente con un contexto de menores flujos de capital con respecto a los registrados en 2014, afectados por los menores recursos de IED y la moderación de los flujos de inversión extranjera de cartera, en un contexto de mejores condiciones para las economías desarrolladas y posibles avances en la normalización monetaria en los Estados Unidos. En este sentido, se proyecta una IED neta inferior a la observada el año anterior (USD 11.226 m en 2015 frente a USD 12.155 m en 2014), debido, en especial, a menores flujos hacia los sectores de petróleo y minería, así como por una moderación de los flujos hacia otros sectores. Lo anterior está explicado por la desaceleración estimada de la demanda interna y la menor valoración en dólares de los recursos provenientes de la reinversión de utilidades en algunos sectores (sobre todo los no transables) debido a la depreciación de la tasa de cambio. En particular, se supone una caída de 25% en la inversión dirigida a petróleo.

En la cuenta financiera se estiman menores ingresos netos de inversión directa, en particular, por menores recursos dirigidos al sector minero-energético.

Por su parte, se prevé menores entradas por inversión de portafolio, debido a una mayor base de comparación en 2014, cuando se presentaron flujos significativos de esta naturaleza como resultado del aumento de la ponderación de los bonos públicos colombianos en algunos índices de referencia de mercados emergentes. Lo anterior estaría parcialmente compensado por mayores recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos) y por la finalización del programa de compra de reservas internacionales por parte del Banco de la República.

⁷ Cabe señalar que para los bienes básicos se estiman expansiones de los volúmenes exportados para la mayoría de los productos, consistentes con las proyecciones de crecimiento de su producción (3,2% petróleo, 7,5% carbón, y 5% café).

El rango de pronóstico de 4,3% a 6,1% para el balance externo relativo al PIB en 2015, está asociado con la incertidumbre en las condiciones de financiamiento de la cuenta financiera y de capital.

El escenario de más amplio financiamiento en los mercados externos generaría un mayor déficit en la cuenta corriente, en un contexto de estabilidad de los diferenciales de las primas de riesgo y de los costos de financiación. Esto estaría acompañado de una mejor reacción de la IED en los sectores diferentes al petrolero, que permitirían soportar un déficit en la cuenta, superior al observado en 2014. Todo lo anterior impulsaría una demanda interna menos afectada por el choque petrolero. Por el contrario, un escenario de encarecimiento de los recursos externos, por la menor confianza en los mercados emergentes y un aumento anticipado de la tasa de interés de la Fed, podrían conducir a un ajuste más fuerte en las cuentas externas y mayores restricciones al crecimiento de la demanda interna.

Debido a lo anterior, se estima un rango de pronóstico para el déficit en la cuenta corriente en 2015 entre 4,3% y 6,1% del PIB, con un sesgo hacia la baja, dado el balance de riesgos que pesa sobre el contexto internacional, en especial en lo referente a las condiciones de financiamiento externo. Los pronósticos anteriores se efectuaron teniendo en cuenta unos precios internacionales de materias primas exportadas por el país y un crecimiento de los socios comerciales tal y como se considera en el escenario central presentado en la parte A de este capítulo. Sin embargo, como se señala en esa sección, la coyuntura actual también plantea riesgos adicionales, tanto en el crecimiento mundial, como en los precios de las materias primas. Dichos riesgos no fueron considerados dentro del rango de pronósticos de las cuentas externas en el presente informe, pero configuran un marco adicional de incertidumbre que podría afectar los pronósticos aquí presentados.

Finalmente, el pronóstico del balance externo en 2016 estaría enmarcado en un entorno de una mejor dinámica del crecimiento mundial, caracterizada por la consolidación de la recuperación de las economías avanzadas y un mejor panorama para los socios comerciales de la región, a pesar de una desaceleración adicional esperada para China. El buen desempeño de la demanda externa sería consistente con una recuperación parcial en el precio del petróleo.

En este escenario se espera una mejor dinámica de las exportaciones del país, impulsadas especialmente por un mayor valor de las ventas externas de petróleo y buenas perspectivas de mercado para las exportaciones industriales. Por su parte, las importaciones crecerían moderadamente como respuesta a una expansión de la demanda interna, superior a la estimada para 2015. Lo anterior significa una corrección del déficit en el comercio de bienes, parcialmente compensada por una mayor remisión de utilidades del sector minero-energético, debida a mejores cotizaciones del petróleo. Así, se estima que el déficit en la cuenta corriente sería menor para 2016 y estaría alrededor de 4,8% como escenario central.

Recuadro 1 COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA TASA DE CAMBIO DE COLOMBIA

José Fernando Moreno
Juan Sebastián Rojas*

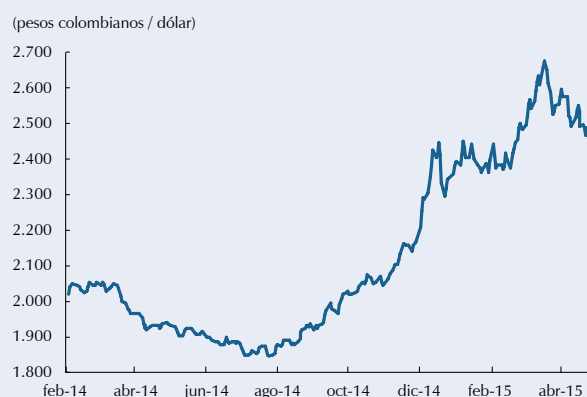
Introducción

Entre julio de 2014 y marzo de 2015 el peso colombiano registró una depreciación de 39,4% frente al dólar, puesto que la tasa de cambio pasó de un valor promedio mensual de COP1.858 a COP2.591 por dólar. En abril, si bien se observó una ligera reversión del debilitamiento del peso, la tasa de cambio se ubicó significativamente por encima de los niveles de mediados del año anterior (COP2.496) (Gráfico R1.1). Dada la importancia de esta variable en el desempeño de la economía colombiana y de la inflación, el presente recuadro explora varios factores que pueden estar explicando su comportamiento en el período reciente y verifica, mediante modelos estadísticos, su relación con dichos factores en la última década.

Factores que han afectado recientemente a la tasa de cambio

Como se observa en los Gráficos R1.2 y R1.3, la tasa de cambio muestra una relación importante con el precio del petróleo y con el índice de tasa de cambio del dólar ponderada por comercio (USTWI, por su sigla en inglés), el cual muestra el comportamiento de esta moneda frente a las de los prin-

Gráfico R1.1
Tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar



Fuente: Banco de la República.

* Los autores son, en su orden, profesional especializado del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados y profesional del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

cipales socios comerciales de los Estados Unidos. Ambas correlaciones han presentado un incremento importante desde mediados de 2014¹.

Como se mencionó, el primer factor que influyó en la importante depreciación del peso frente al dólar fue la fuerte caída del precio del petróleo², puesto que, por ejemplo, la referencia Brent pasó de una cotización promedio de USD112,2 por barril (bl) en junio de 2014 a USD59,8/bl en abril de 2015, registrando en enero su nivel promedio más bajo desde 2009 (USD48,9/bl). Esta reducción estuvo explicada, en gran parte, por un incremento en la oferta mundial de crudo, gracias al aumento en la producción de yacimientos no convencionales, especialmente en América del Norte, y a que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) decidió no reducir sus cuotas, buscando preservar su participación en el mercado global. Adicionalmente, esta caída se habría acentuado por la menor demanda por este bien, principalmente como consecuencia de la desaceleración de las economías emergentes.

La alta correlación entre el tipo de cambio y el precio del petróleo tiene su explicación en la importancia que reviste la actividad petrolera para la economía colombiana. Con cifras promedio de 2014, las ventas externas de petróleo y sus derivados representan alrededor del 50% de las exportaciones totales de bienes de Colombia, mientras que la inversión extranjera directa (IED) en el sector petrolero constituye aproximadamente el 30% del total. Además, tanto la cuenta corriente como la de capitales del sector petrolero han sido superavitarias en los últimos años. Esto muestra que una proporción considerable de los flujos de moneda extranjera hacia el país tiene como destino la industria petrolera. Adicionalmente, los ingresos del GNC por este concepto representan cerca del 14,7% del total, lo cual se ha manifestado en las expectativas de un posible deterioro fiscal, que ha llevado al Gobierno a ajustar parte de su presupuesto e incrementar sus proyecciones

1 Este comportamiento se ha mantenido durante lo corrido de abril y parte de mayo de 2015, meses en los que el presente informe no se había publicado.

2 Véase el “Recuadro 1: Determinantes de la disminución reciente del precio del petróleo, evaluación de pronóstico y perspectivas” del *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2014 y “Recuadro 1: Comportamiento del precio del petróleo desde junio de 2014” del *Reporte de Mercados Financieros* de abril de 2015.

de déficit fiscal para los próximos años³. Por tanto, y puesto que una parte significativa de la caída del precio del crudo al parecer será permanente, los indicadores de riesgo país se han deteriorado y se espera que se presente un menor ingreso de divisas, lo cual ocasiona que el peso pierda valor con respecto al dólar. Lo anterior explica la alta correlación que se ha observado entre el precio del petróleo y la tasa de cambio (Gráfico R1.2).

No obstante, la evolución del peso colombiano frente al dólar no se explica solo por el comportamiento del precio del petróleo. Entre julio de 2014 y marzo de 2015 también se observó una apreciación del dólar frente a la gran mayoría de monedas del mundo y no solo frente al peso colombiano o frente a las monedas de los países exportadores de petróleo. De esta forma, el índice USTWI incrementó su valor en 19,8% (Gráfico R1.3).

Este fortalecimiento generalizado del dólar se puede entender, en gran medida, por la divergencia entre la postura de política monetaria de los Estados Unidos, comparada con la de otros países desarrollados. En primer lugar, las mejoras en su mercado laboral y las señales favorables en el desempeño de su actividad real han permitido que la Reserva Federal (Fed) muestre señales de que pronto iniciaría la normalización de su política monetaria. Afín con esto, en octubre de 2014 terminó su programa de compras y se espera que en la segunda parte del presente año se observe un incremento de su tasa de

referencia, el primero desde la más reciente crisis financiera global. En contraste, la debilidad en la recuperación económica de otros países desarrollados y los riesgos de deflación de algunos llevaron a sus autoridades monetarias a implementar diversas medidas expansivas. Así, el Banco Central Europeo (BCE) adoptó un programa de compras de activos financieros, incluyendo bonos soberanos, que por lo menos continuaría hasta septiembre de 2016. Adicionalmente, redujo sus tasas de intervención a mínimos históricos y ha proveído liquidez al sistema bancario, buscando reactivar el canal del crédito.

Asimismo, algunos bancos centrales como los de Suiza, Canadá, Noruega, Australia, entre otros, han llevado sus tasas a niveles históricamente bajos; incluso, en algunos casos se registran tasas de referencia negativas. Igualmente, el Banco Central de Japón ha incrementado los montos de adquisición de títulos financieros dentro de su plan de relajamiento cuantitativo.

Relación de la tasa de cambio con el precio del petróleo y el comportamiento mundial del dólar en los últimos años

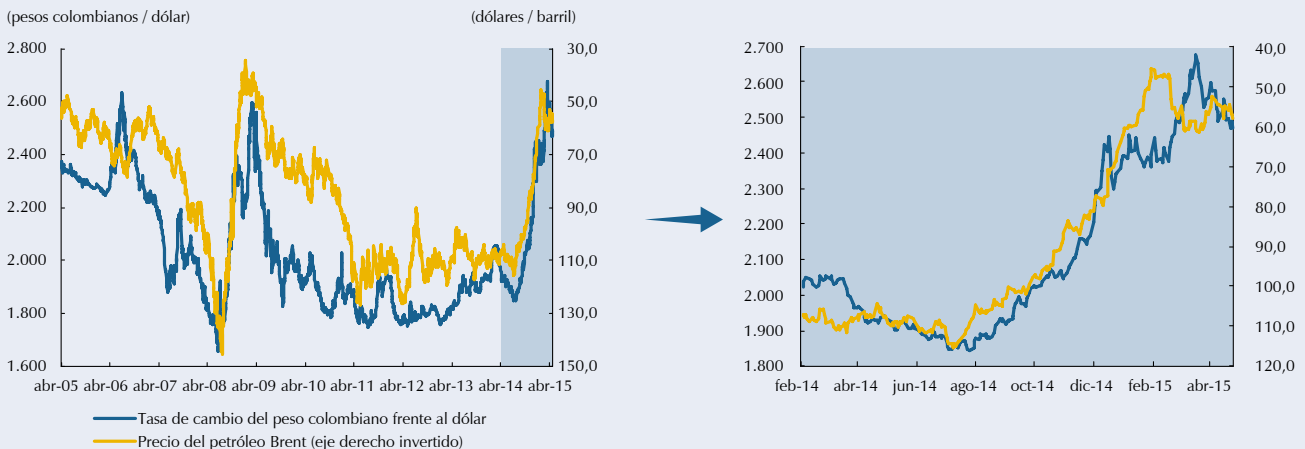
Como lo muestran los Gráficos R1.2 y R1.3, las correlaciones descritas también se registran en períodos previos, no solo en los últimos doce meses. Así, desde 2005 se observa una correlación con el precio del petróleo y el USTWI, en particular durante episodios donde se identifican cambios importantes en alguno de estos indicadores.

Con el fin de realizar un análisis más preciso, se estimó la relación entre la tasa de cambio y el precio del petróleo y el USTWI mediante distintos modelos econométricos⁴. Se

3 El 2 de diciembre de 2014 el Gobierno expidió un decreto mediante el cual disminuyó en cerca de COP 6,2 billones el presupuesto general del año 2014 y estableció los lineamientos de un plan de austeridad. Adicionalmente, el 23 de diciembre anunció la revisión al plan financiero para el año 2015, donde se contempla que el déficit por financiar este año será del 2,8% del PIB, superior al estimado en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP) presentado en junio de 2014.

4 Cabe señalar que se realizaron las pruebas de especificación y, en términos generales, no se observó evidencia de alguna que fuera errónea.

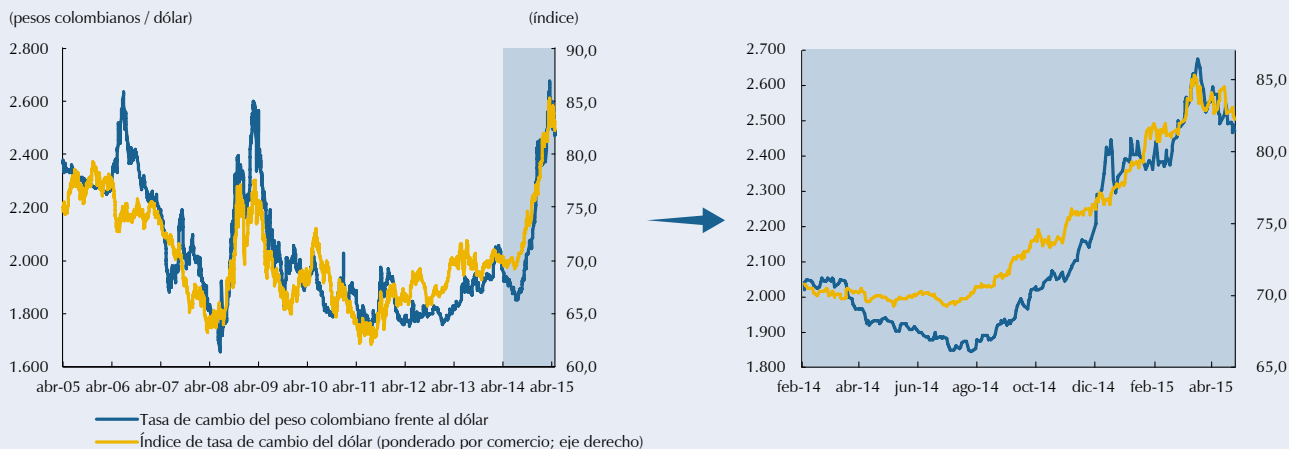
Gráfico R1.2
Precio del petróleo (Brent) y tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar



Fuentes: Banco de la República y Datastream.

Gráfico R1.3

Tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar y el índice de tasa de cambio del dólar (ponderado por comercio)



Fuentes: Banco de la República y Bloomberg.

utiliza el método de regresión lineal, teniendo en cuenta efectos de la volatilidad diaria⁵, y se empleó un modelo VARX-MGarch⁶ con las variables señaladas. Adicionalmente, se controló por otras variables que pueden afectar el comportamiento de la tasa de cambio. Para el primer caso, se agregaron como variables exógenas el VIX (medida asociada con el riesgo internacional) y los bonos del Tesoro de Estados Unidos⁷. En el segundo modelo se agregaron como variables endógenas los *credit default swaps* (CDS), la posición neta en derivados de los agentes extranjeros con agentes locales y la posición propia de contado⁸ de los intermediarios del mercado cambiario, además de los controles del primer ejercicio.

Como resultado, de acuerdo con lo esperado se encontró una relación estadística significativa entre el precio del petróleo y el USTWI con la tasa de cambio; es decir, un menor precio del petróleo y un fortalecimiento general del dólar deprecian la tasa de cambio. También, se observó que la tasa de cambio responde más al comportamiento del precio del petróleo que a los cambios del USTWI.

Conclusiones

El comportamiento reciente de la tasa de cambio ha sido explicado, principalmente, por los movimientos del precio del petróleo y la apreciación del dólar. Se encontró evidencia estadística a favor de dicha correlación con información desde 2005. Dado lo anterior, es importante monitorear estas variables, para anticipar posibles movimientos de la tasa de cambio y, por consiguiente, de las principales variables macroeconómicas colombianas que puedan verse afectadas.

5 Mediante modelos Garch.

6 Para mayor detalle del modelo véase Melo y Rincón (2012). “Choques externos y precios de los activos en Latinoamérica antes y después de la quiebra de Lehman Brothers”, Borradores de Economía, núm. 704, Banco de la República.

7 Tasas a diez años tomadas de <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2006/200628/200628abs.html>.

8 La posición propia de contado de los intermediarios del mercado cambiario se define como la diferencia entre todos los activos y pasivos denominados en moneda extranjera (Circular Reglamentaria Externa DODM-139 del 20 de marzo de 2015).

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

La economía colombiana presentó una tendencia a la desaceleración durante 2014.

Aun así, el desempeño de la demanda interna fue bueno, y contrarrestó, en parte, el pobre dinamismo de las cuentas externas.

Durante el primer trimestre de 2015 el PIB habría continuado desacelerándose. La demanda interna, y en particular la inversión, se habría expandido a un ritmo menor que en 2014.

Por ramas de actividad, a comienzos de año la industria y la minería habrían presentado comportamientos mediocres, que habrían sido compensados de manera parcial por el desempeño del comercio, los servicios sociales, personales y comunales y la construcción.

A. EL PIB EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2014 Y EN TODO 2014

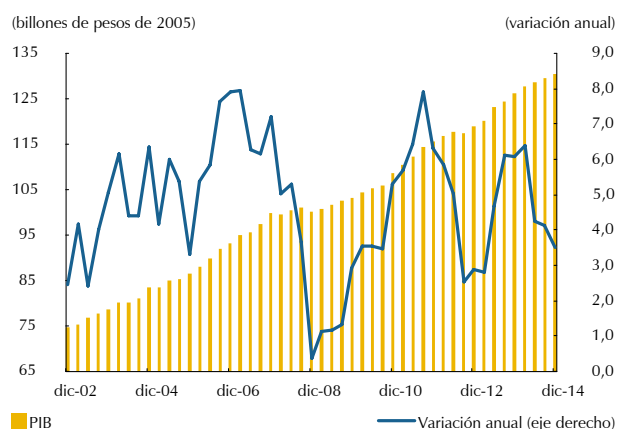
Según la información publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), durante el cuarto trimestre del año la economía colombiana se desaceleró con respecto a lo observado en el tercero, al registrar una expansión anual de 3,5% frente al mismo período de 2013 (Gráfico 16). Así las cosas, el PIB para todo 2014 mostró un incremento anual de 4,6%. Ambas cifras se ubicaron en la parte inferior de los intervalos de pronóstico presentados en el anterior *Informe sobre Inflación*. Cabe señalar que el DANE revisó al alza el crecimiento anual de 2013, de 4,7% a 4,9%.

El PIB durante el cuarto trimestre se expandió 3,5%. Para todo el año el crecimiento fue de 4,6%.

En 2014 la dinámica del PIB no fue homogénea, pues luego de un buen primer trimestre se observó una desaceleración paulatina en el resto del año⁸. A pesar de lo anterior, la desaceleración se dio en un contexto de buen desempeño de la

8 Durante el primer semestre se expandió 5,3% anual, mientras que en la segunda mitad el crecimiento fue de 3,8% (3,5% en el cuarto trimestre). Cabe señalar que tanto la cifra del primer semestre (6,4%) como la del segundo (4,3%) estuvieron influenciadas por el efecto estadístico que representó un número diferente de días hábiles en igual período de 2013, esto por la presencia de Semana Santa en abril. Para evitar interpretaciones erradas se realizan las comparaciones de la dinámica del PIB entre semestres y no entre trimestres.

Gráfico 16
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

demanda interna, rubro que se aceleró en 2014 frente al registro de 2013 y que cerró el año con un crecimiento mayor que su promedio desde 2001. En contraste, se observó un deterioro del contexto externo, en particular durante la segunda mitad del año. En dicho período se registraron caídas del precio internacional del petróleo, menores crecimientos de nuestros socios comerciales, menores ingresos de capital por concepto de IED, y una fuerte depreciación nominal del peso colombiano. Todo lo anterior se materializó en una contribución negativa al crecimiento de las exportaciones netas, mayor que la reportada para 2013.

Al analizar la demanda interna por sus componentes, en 2014 se destacó el papel de la inversión. A lo largo del año y durante el cuarto trimestre el consumo privado

mostró buenos crecimientos, cercanos a su promedio histórico, sobresaliendo el aporte del gasto en bienes durables durante el tercer y cuarto trimestres (Cuadro 4). Al respecto cabe señalar que hacia finales de noviembre y comienzos de diciembre se realizó el XIV Salón del Automóvil, evento bienal que dinamiza las ventas de vehículos cada vez que se celebra.

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2013	2014				2014
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Consumo total	5,0	5,4	4,4	4,3	4,8	4,7
Consumo de hogares	3,8	4,3	3,8	4,1	5,1	4,4
Bienes no durables	3,2	3,8	3,2	3,8	4,5	3,8
Bienes semidurables	2,7	3,9	3,6	3,5	7,3	4,6
Bienes durables	7,4	3,9	4,6	8,3	13,3	7,6
Servicios	4,3	5,0	4,1	4,0	4,0	4,3
Consumo final del Gobierno	9,2	9,5	6,6	5,1	3,9	6,2
Formación bruta de capital	5,6	14,7	13,7	10,1	8,5	11,7
Formación bruta de capital fijo	6,0	13,3	8,6	11,8	10,1	10,9
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(5,7)	2,6	2,3	5,3	8,6	4,6
Maquinaria y equipo	0,2	14,4	7,8	14,6	12,2	12,2
Equipo de transporte	(8,5)	5,2	11,1	14,9	16,6	12,1
Construcción y edificaciones	11,1	7,1	1,3	15,3	7,5	7,8
Obras civiles	10,8	25,9	13,3	7,0	3,3	12,1
Servicios	4,1	6,0	1,3	4,9	1,7	3,5
Demanda interna	5,1	7,9	6,1	5,8	5,7	6,3
Exportaciones totales	5,3	3,2	(11,5)	4,9	(2,0)	(1,7)
Importaciones totales	6,4	9,2	5,6	8,7	13,0	9,2
PIB	4,9	6,4	4,3	4,2	3,5	4,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En 2014 se observó una aceleración en el crecimiento de la inversión. Las mayores contribuciones al desempeño de este rubro se originaron en la construcción de obras civiles y edificaciones.

En 2014 se observó una aceleración en el crecimiento de los renglones que componen la formación bruta de capital. Las mayores contribuciones al buen desempeño de este rubro del PIB se originaron en la inversión en construcción, en particular en la de obras civiles. En cuanto a este último componente, la mayor expansión ocurrió gracias a los avances en la construcción de obras de infraestructura ejecutadas por los gobiernos locales y regionales financiadas con los recursos del Sistema General de Regalías. A aquello se sumó el gasto destinado a la modernización y adecuación de aeropuertos y puertos, y a la construcción de distintas obras viales a lo largo del país por parte del gobierno nacional.

Por otro lado, la inversión en construcción de edificaciones también registró crecimientos anuales superiores al resto de la economía, pero menores que aquellos observados en 2013. Su buen desempeño fue afín con la dinámica de los distintos proyectos de construcción de vivienda con fines sociales que adelanta el gobierno nacional. En la inversión en maquinaria y equipo y de equipo de transporte se observó una aceleración del crecimiento en 2014. La dinámica de estos rubros fue buena a lo largo del año, en ambos casos con incrementos a tasas de dos dígitos durante el cuarto trimestre. Finalmente, el ciclo de retención ganadera y la culminación de los procesos de renovación del parque cafetero permitieron que a lo largo del año y en particular durante el cuarto trimestre se registraran expansiones importantes de la inversión agropecuaria.

La buena dinámica de la inversión se vio reflejada en el comportamiento de las importaciones. Este componente del PIB creció 13,0% anual durante el cuarto trimestre, lo que significó una expansión de 9,2% para todo 2014. Al desagregar por tipo de bienes, se registraron incrementos significativos en la compra de bienes de capital y de bienes intermedios, estos últimos jalados por la compra de combustible, producto de la necesidad de sustituir la menor oferta nacional resultante del cierre temporal de la Refinería de Cartagena (Reficar) debido a adecuaciones y modernizaciones en su planta. En contraste, las exportaciones registraron una caída anual de 1,7% en 2014, algo que estaría en parte relacionado con el deterioro de las condiciones económicas de nuestros principales socios comerciales. A lo anterior se sumaron los distintos choques de oferta en el sector minero y el efecto estadístico de una alta base de comparación durante el segundo y el cuarto trimestres de 2013, principalmente.

Por el lado de la oferta, para todo 2014 las ramas de mayor dinamismo fueron la construcción, el comercio y los servicios financieros (Cuadro 5). Por el contrario, la industria manufacturera y la minería presentaron un comportamiento débil, incluso en algunos trimestres se observaron retrocesos anuales. La mayoría de los sectores se desaceleraron durante la segunda mitad del año. En el cuarto trimestre la dinámica sectorial se caracterizó por una desaceleración generalizada.

El sector más dinámico durante todo 2014 fue la construcción (9,9%), tanto de edificaciones (7,4%) como de obras civiles (12,0%), por las razones que ya se expusieron. En lo que respecta al comercio, se destaca el significativo

Para todo el año las ramas más dinámicas fueron la construcción, el comercio y los servicios financieros. La industria y la minería presentaron un comportamiento débil.

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

Sector	2013	2014				2014
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,7	6,2	0,3	1,7	0,9	2,3
Explotación de minas y canteras	5,5	6,1	(2,2)	(1,2)	(3,3)	-0,2
Industria manufacturera	0,6	4,1	(2,0)	(0,6)	(0,3)	0,2
Electricidad, gas y agua	3,2	4,4	3,7	4,0	3,1	3,8
Construcción	11,6	14,2	8,4	11,1	5,9	9,9
Edificaciones	11,2	6,8	1,0	14,1	7,5	7,4
Obras civiles	12,1	24,8	14,3	7,1	3,8	12,0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4,5	5,5	4,1	4,2	4,5	4,6
Transporte, almacenamiento y comunicación	3,6	4,9	4,3	4,2	3,2	4,2
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,6	5,4	5,5	4,5	4,1	4,9
Servicios sociales, comunales y personales	6,0	7,6	5,5	4,7	4,2	5,5
Subtotal valor agregado	5,0	6,3	4,0	4,1	3,2	4,4
Impuestos menos subsidios	3,9	7,5	8,2	7,4	8,3	7,8
PIB	4,9	6,4	4,3	4,2	3,5	4,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

dinamismo de las ventas al por menor (11,2%) y dentro de este rubro el muy buen comportamiento de las ventas de vehículos (la expansión anual fue de 19,1%). Al excluir los vehículos, las ventas crecieron 9,7%. Con todo ello, el valor agregado del sector fue de 4,6%. Aunque en el cuarto trimestre de 2014 la tasa de expansión anual del sector fue mayor que la reportada por la economía en su conjunto, se desaceleró de manera importante frente a lo observado en los tres primeros trimestres (11,2% en promedio de enero a septiembre frente a un 5,9% de octubre a diciembre).

Entre los sectores de mejor desempeño también se encuentra el de los servicios sociales, comunales y personales. Esta rama mantuvo su dinamismo y creció 5,5% gracias al aumento sostenido del rubro relacionado con la administración pública y defensa (6,2%), y con los servicios de asistencia social y de salud (6,4%). Adicionalmente, el PIB de servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas continuó creciendo a una tasa relativamente alta (4,9% en el año). Dada su participación en el PIB (19,6%), el sector siguió siendo uno de los que más aportó a la expansión de la economía (como viene sucediendo desde hace varios años).

El PIB de servicios financieros continuó creciendo a una tasa relativamente alta, y siguió siendo uno de los que más aportó a la expansión de la economía.

Durante 2014 los sectores minero y manufacturero presentaron el peor desempeño. El primero de ellos fue el único que se contrajo (-0,2%), lo que estuvo significativamente por debajo de lo observado en años anteriores (9,3% en promedio desde 2008 a 2013). El deterioro se concentró en la producción de petróleo, la cual cayó 1,9% en 2014 como consecuencia de algunos cuellos de botella por el transporte del crudo y problemas de orden público (como los atentados a oleoductos). De hecho, la producción promedio anual fue de 987.000 barriles diarios,

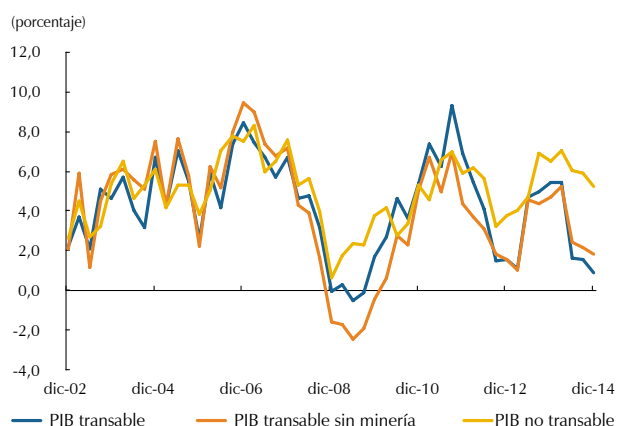
cifra inferior a la meta propuesta por las autoridades al inicio del año (alrededor de 1.030.000 barriles diarios). Al finalizar el año el retroceso del sector minero se acentuó, lo que se explica principalmente por la caída en la producción de carbón durante el período septiembre-diciembre de 2014 (-17%).

En la industria se registró un crecimiento de apenas 0,2% en 2014 y una leve disminución en el cuarto trimestre del año (-0,3%). Debe señalarse que se presentaron choques de oferta que impactaron significativamente al sector: el cierre transitorio de Reficar, iniciado a partir de los primeros meses del año, le restó al crecimiento de la industria 0,6 pp y 0,1 pp al PIB total. Esta empresa cerró sus instalaciones con

el fin de ampliarlas y modernizarlas, y se estima que su reapertura sea hacia finales de 2015. Excluyendo de la industria la producción de refinados de petróleo, subtrama en la que se encuentra Reficar, el crecimiento del agregado restante fue de 1,6% para todo el año.

Por último, en 2014 el crecimiento de la economía colombiana estuvo liderado por los sectores no transables, cuya expansión fue de 6,0%, mayor que la de un año atrás (5,5%). El PIB de sectores transables, por su parte, presentó una tasa de crecimiento anual (2,3%) inferior a la de la economía en su conjunto y a la de 2013 (4,1%). Al excluir la minería, los sectores transables restantes mostraron una expansión mayor (2,9%). Durante el cuarto trimestre de 2014, tanto el PIB transable, como el no transable, se desaceleraron de manera importante (Gráfico 17).

Gráfico 17
PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables
(crecimiento anual)



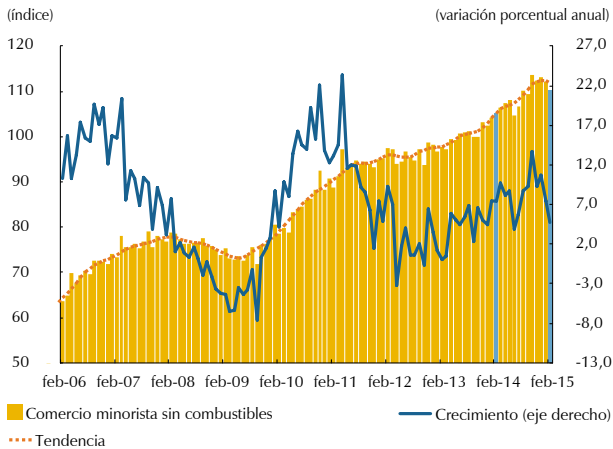
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

B. EL PIB DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2015

La información disponible de los distintos indicadores de coyuntura y de opinión para el primer trimestre de 2015 sugiere que el ritmo de expansión del aparato productivo se habría desacelerado de nuevo con respecto al registro de finales del año pasado. Esto habría sucedido en un contexto donde las economías de nuestros principales socios comerciales y de la región habrían mostrado resultados medios, el precio del crudo se mantuvo en niveles bajos, alrededor de los 55 USD por barril, y la entrada de flujos de capitales hacia el país se moderó. El consumo privado y la formación bruta de capital fijo se habrían desacelerado frente a lo observado en el cuarto trimestre de 2014, como lo sugieren los indicadores de ingresos y gastos de las familias y de inversiones que se presentarán a continuación.

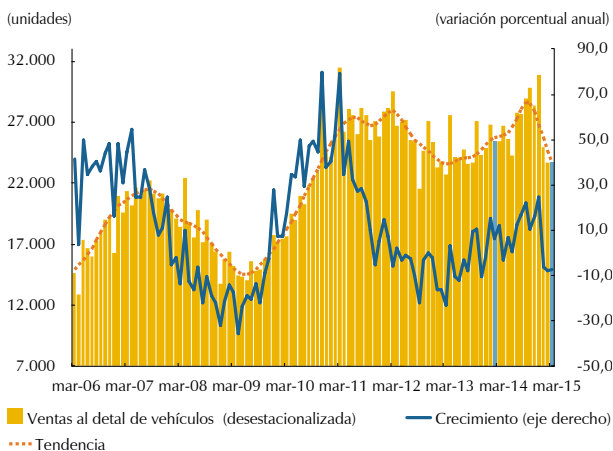
Los resultados de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM), publicada por el DANE, muestran un menor dinamismo de las ventas minoristas. En febrero la expansión anual fue 4,8% (Gráfico 18), con lo cual el bimestre enero-febrero registró una tasa de crecimiento de 6,1% (frente a un 11,1% del cuarto trimestre de 2014). Sin embargo, al descontar las ventas de

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



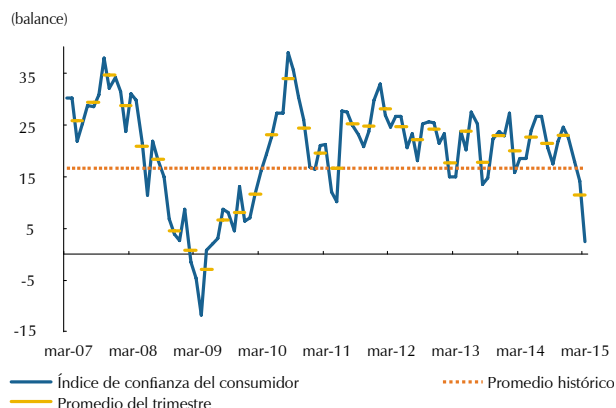
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 19
Ventas al detal de vehículos automotores
(serie desestacionalizada)



Fuentes: ANDI, Fenalco y Econometría; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

vehículos, las variaciones anuales fueron de 8,5% y 9,3% para el mes y el bimestre, respectivamente, siendo esta última cifra similar a la registrada entre octubre y diciembre de 2014 en promedio (9,4%). Por su parte, las ventas de vehículos han registrado crecimientos negativos a lo largo del año: en febrero se contrajeron 11,3% (bimestre: -8,7%), cifra que contrasta drásticamente con el buen comportamiento observado hacia finales de 2014 (cuando se realizó el XIV Salón del Automóvil). Con esto, se prevé una desaceleración del ritmo de expansión del consumo de los hogares durante el primer trimestre del año, determinada, sobre todo, por el mal comportamiento que registraría el consumo de bienes durables.

En lo que a este último renglón del consumo de las familias respecta, las cifras publicadas por el comité automotor colombiano (conformado por la ANDI, Fenalco y Econometría) revelan una caída de 7,1% anual durante el primer trimestre. El componente tendencial de la serie muestra un mal desempeño de las ventas de vehículos, que probablemente se prolongue hacia el segundo trimestre del año (Gráfico 19).

Otro indicador que permite pensar en una desaceleración del consumo de los hogares es el índice de confianza de los consumidores (ICC), publicado por Fedesarrollo. De acuerdo con la publicación más reciente, en marzo el ICC registró un retroceso intermensual importante frente al dato de febrero, y se ubicó significativamente por debajo de su promedio desde 2001. Dicho nivel es comparable con aquellos observados hacia mediados de 2009 (Gráfico 20). Dada la correlación que este índice guarda con el crecimiento del consumo privado, se prevé entonces una menor expansión de este rubro del PIB durante los primeros tres meses del año.

Por último, entre enero y marzo el crecimiento de la cartera de consumo en términos nominales mostró una leve desaceleración. En promedio esta cartera se expandió 12,9% anual en los primeros tres meses del año, levemente por debajo del 13,4% de diciembre y 13,2% de noviembre. Por su parte, el costo de acceso a este crédito se ha mantenido estable en el margen, aunque en promedio mostró algunos incrementos cuando se comparan los primeros tres meses de 2015

con el último cuarto de 2014. Con información a marzo, las tasas de interés reales de préstamos a los hogares fueron mayores que las registradas hacia finales del año pasado (Gráfico 21), incluso a pesar del reciente aumento de la inflación.

Con respecto al comportamiento que habría mostrado la formación bruta de capital fijo (FBCF), tanto el balance de expectativas de inversión de la *Encuesta mensual*

EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO LABORAL A PRINCIPIOS DE 2015

El desempeño reciente de los indicadores de mercado laboral ha sido bueno, y aún no permite prever una moderación del ritmo futuro del gasto de los hogares. Sin embargo, el empleo es una variable macroeconómica cuya respuesta a declives del ritmo de crecimiento económico es rezagada, razón por la que se debe hacer un seguimiento detallado del mercado laboral en los meses venideros. Durante los dos primeros meses de 2015 el mercado laboral ha continuado mostrando el panorama positivo descrito en el *Informe sobre Inflación* anterior; con una tasa de desempleo (TD) que continúa cayendo gracias a incrementos del empleo asalariado y formal.

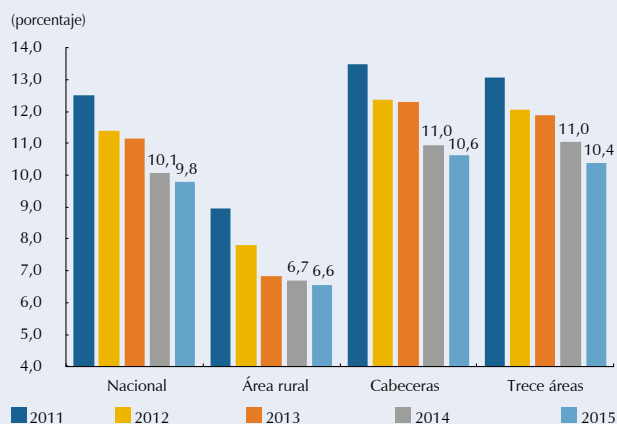
Para el trimestre móvil terminado en febrero la TD descendió anualmente en todos los dominios geográficos, ubicándose en el total nacional en 9,8%: 6,6% en las zonas rurales, 10,6% en las cabeceras urbanas y en 10,4% en las trece principales áreas metropolitanas (Gráfico A). Asimismo, las series

desestacionalizadas de TD revelan una tendencia descendente continuada, tanto nacional, como de las trece áreas (Gráfico B).

Este comportamiento se debe al incremento de los ocupados, que en el trimestre móvil diciembre-febrero crecieron 2,2% anual en el total nacional. Durante este mismo período, los ocupados de las trece principales áreas metropolitanas aumentaron a una tasa anual de 3,5% (Gráfico C, pánels 1 y 2).

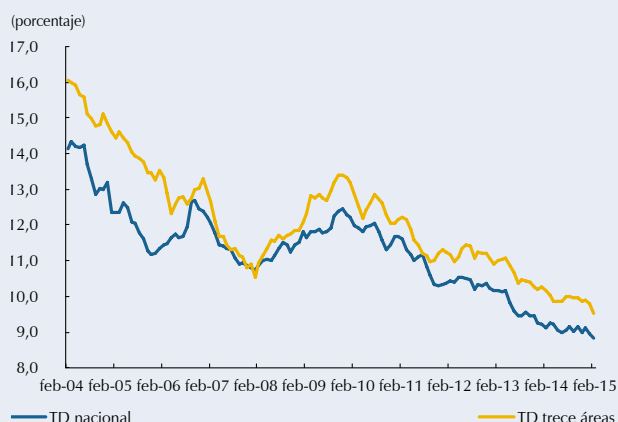
El crecimiento de la ocupación se explica principalmente por el aumento del empleo asalariado, que en diciembre-febrero se expandió en las trece áreas a una tasa anual de 2,8% anual, mientras que el no asalariado lo hizo un 5,7% (Gráfico D). Por su parte, el porcentaje formal de los ocupados en el ámbito nacional se ubicó en diciembre-febrero en 51,7%, presentando un incremento de 0,7 pp con respecto al año anterior.

Gráfico A
Tasa de desempleo
(trimestre móvil diciembre-enero-febrero)



Fuente: DANE (GEIH).

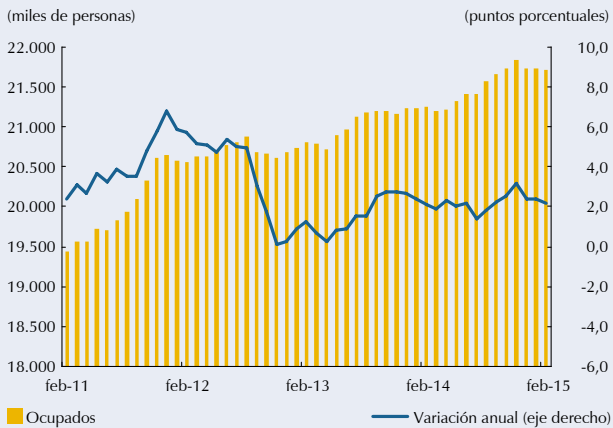
Gráfico B
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



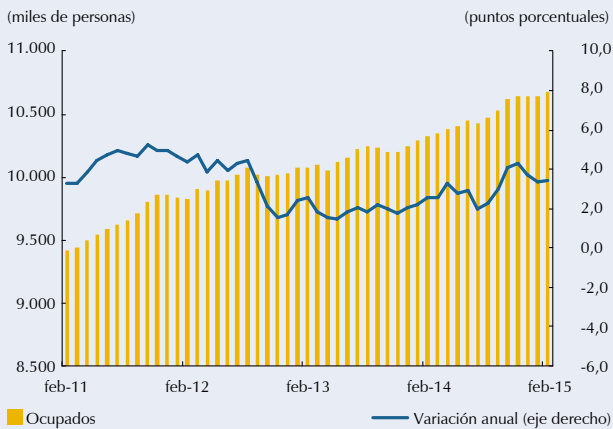
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico C
Número de ocupados y variación anual

1. Total nacional

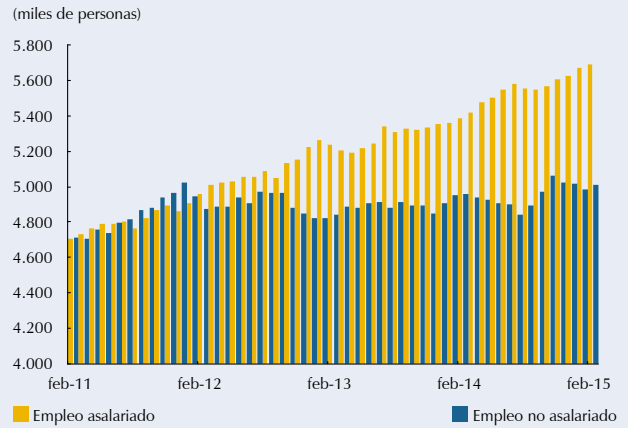


2. Trece principales áreas metropolitanas



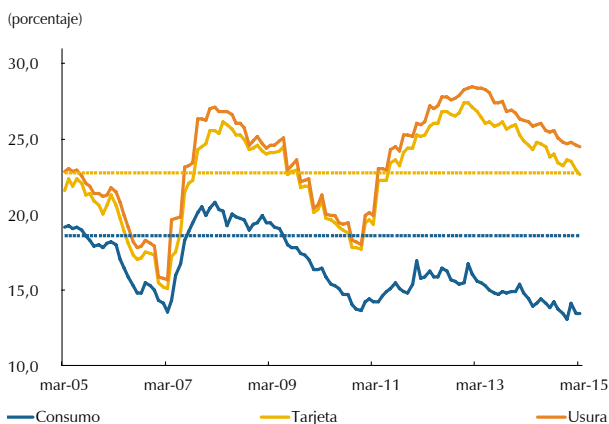
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

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



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

Gráfico 21
Tasas de interés reales de los hogares
(deflactadas con el IPC sin alimentos)

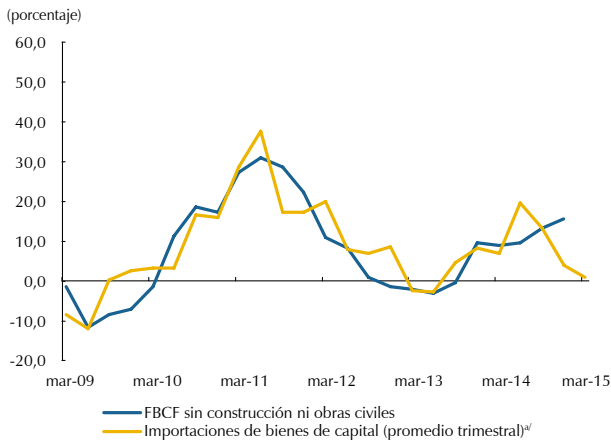


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos Banco de la República.

de expectativas económicas (EMEE), del Banco de la República, como la dinámica reciente de las importaciones de bienes de capital llevadas a pesos constantes, sugieren que durante los primeros tres meses del año la inversión en maquinaria y equipo, y en equipo de transporte se habría expandido a un menor ritmo que el registrado durante los últimos tres meses del año. Durante el bimestre enero-febrero las importaciones de bienes de capital (distintas de aviones) mostraron un desempeño mediocre (Gráfico 22).

Finalmente, el balance de cuentas de comercio exterior habría sido un poco menos desfavorable que en trimestres anteriores. Por un lado, se prevé una ligera recuperación de las exportaciones en pesos constantes, según

Gráfico 22
 Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles (variación anual)



Nota: el dato del primer trimestre de 2015 corresponde al promedio de enero y febrero.
 a/ Cifras llevadas a términos reales mediante cálculos del Banco de la República.
 Fuente: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

se infiere de la información publicada por el DANE con corte a febrero. De acuerdo con lo anterior, las ventas al exterior habrían estado impulsadas por los crecimientos de petróleo, carbón y café, principalmente. Además, durante el primer bimestre del año las exportaciones del resto de productos han crecido 1,1% en volúmenes. Por otro lado, las cifras de importaciones llevadas a pesos reales muestran una menor dinámica que aquella registrada hacia finales de 2014. Lo anterior permite proyectar una desaceleración de este componente del PIB.

Por el lado de la oferta, la mayoría de indicadores disponibles sugieren un desempeño dispar de la actividad económica e indican también que el ritmo de expansión del PIB podría ser inferior al registrado en el último trimestre de 2014. Estas previsiones tienen en cuenta que la producción de refinados de petróleo ha continuado contrayéndose por el cierre temporal

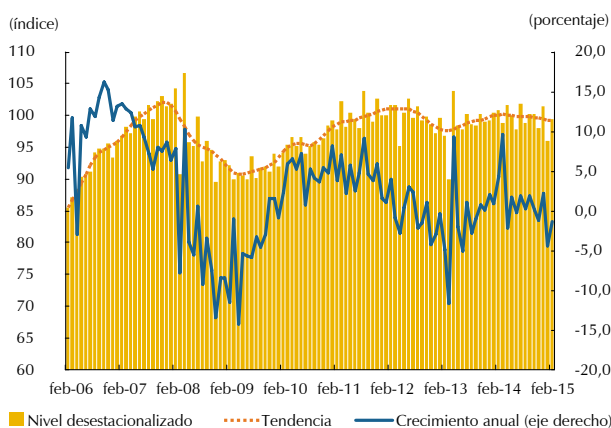
de Reficar, pero que dicho efecto sería menor a partir de marzo, ya que el cierre se presentó en dicho mes de 2014 y, al realizar la comparación anual, no se registrarían caídas adicionales. Con todo ello, el agregado industrial continuaría mostrando un deterioro en los primeros meses de 2015. En actividades relacionadas con el sacrificio de ganado, la demanda de energía y el comercio se aprecia un menor dinamismo. Por el contrario, se observan noticias favorables en otros sectores, como la producción de café, de petróleo y construcción, las cuales habrían compensado el deterioro de los primeros.

Como se mencionó, la industria continúa reportando un deterioro importante. Con cifras a febrero de 2015 de la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, el total sectorial se contrajo 1,3% en dicho mes. En el año corrido la caída es mayor, alrededor de -2,9%.

Al excluir refinación de petróleo, cuya participación implícita en febrero fue de 18,6%, el resto de la industria habría crecido 2,4% en febrero y 1,0% en lo corrido del año. El componente tendencial de la industria total muestra un estancamiento desde hace varios trimestres (Gráfico 23). Algo similar ocurre al excluir la refinación.

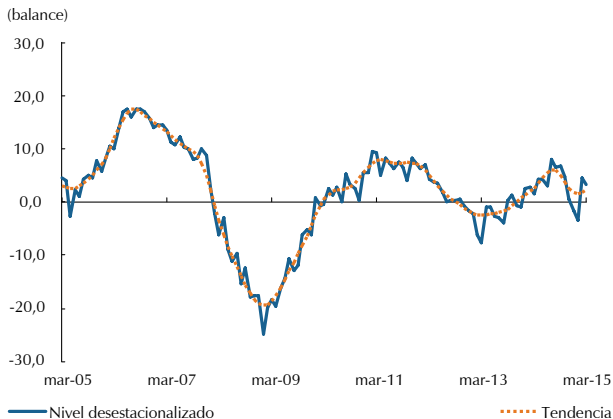
De acuerdo con la encuesta de la Asociación Nacional de Industriales de Colombia (ANDI), los empresarios han percibido un aumento de la competencia de productos importados a lo largo del año en el mercado interno, aunque con algunas mejoras en la demanda de sus productos. Paradójicamente, también reportan como principal problema la devaluación del tipo de cambio, lo que podría estar asociado con el encarecimiento de los insumos importados para la actividad.

Gráfico 23
 Producción industrial total (serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



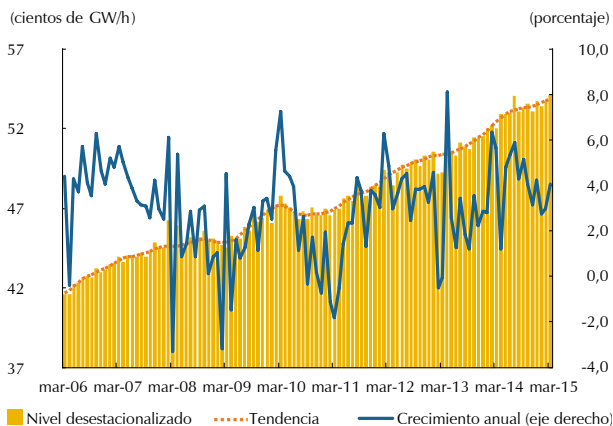
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 24
Balance del índice de confianza industrial



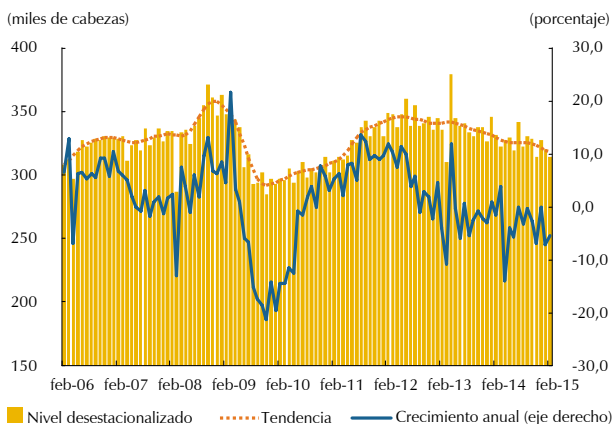
Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Demanda de energía total
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: XM; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 26
Sacrificio de ganado
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

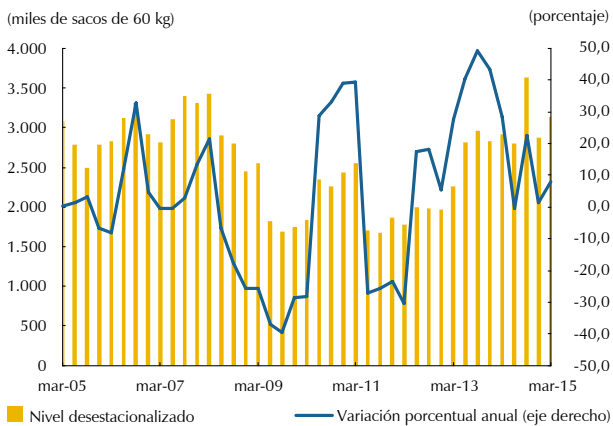
Por otro lado, con información de la *Encuesta de opinión empresarial* de Fedesarrollo a marzo, aunque los indicadores de pedidos y de existencias para la industria mejoraron levemente frente al tercer trimestre, los componentes tendenciales de cada una de ellas sugieren un estancamiento. Algo similar ocurre con las expectativas a tres meses. La confianza de los industriales también presenta una tendencia decreciente (Gráfico 24).

El comercio se ha desacelerado de manera significativa, de acuerdo con el menor dinamismo de las ventas al por menor ya mencionado. Otros sectores que han mostrado un comportamiento menos favorable con respecto al cuarto trimestre de 2014 son la demanda de energía y el sacrificio de ganado. En el primer caso, la expansión pasó de 3,8% entre septiembre y diciembre de 2014 a 3,3% en los primeros meses del año. No obstante, el componente tendencial continuó mostrando una pendiente positiva (Gráfico 25). En el segundo caso, el ciclo de retención ganadera que se viene observando desde hace algunos meses significó una mayor caída del sacrificio de ganado, el cual se contrajo en el bimestre enero-febrero 6,2% (en el cuarto trimestre cayó 3,3%) (Gráfico 26).

Por el contrario, se han observado noticias más favorables relacionadas con la producción de café, petróleo y la construcción de edificaciones. En el primer caso, de acuerdo con las cifras publicadas por la Federación Nacional de Cafeteros, la producción pasó de crecer 0,5% en el cuarto trimestre a 7,5% en el primero de 2015 (Gráfico 27). La producción año corrido se ubicó en 9'917.000 sacos de 60 kilogramos, lo que implicó un mayor nivel producido frente hace tres meses.

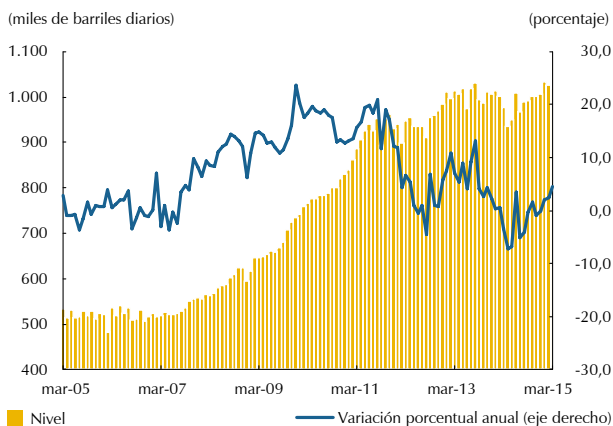
En la minería se espera alguna recuperación frente al trimestre anterior, aunque el crecimiento anual sectorial continuaría moderado. Durante el primer trimestre la producción de petróleo se mantuvo en promedio alrededor de 1.027 miles de barriles diarios (mbd), lo que implicó una escasa expansión anual de 3,0% para dicho período, luego del pobre desempeño de tres meses atrás (0,21%) (Gráfico 28). En lo que respecta al carbón, las cifras de los volúmenes de exportación publicadas por el DANE indican una mejoría de la actividad, de -1,3% en el cuarto trimestre a 5,7% en el bimestre enero-febrero.

Gráfico 27
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



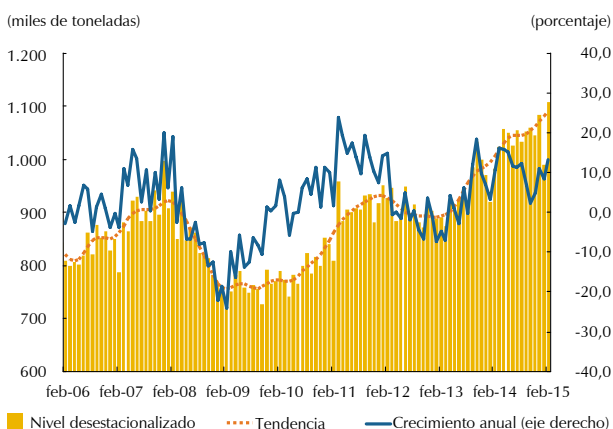
Fuentes: Federación Nacional de Cafeteros; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 28
Producción de petróleo
(nivel y crecimiento anual)



Fuentes: Agencia Nacional de Hidrocarburos; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 29
Producción de cemento
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



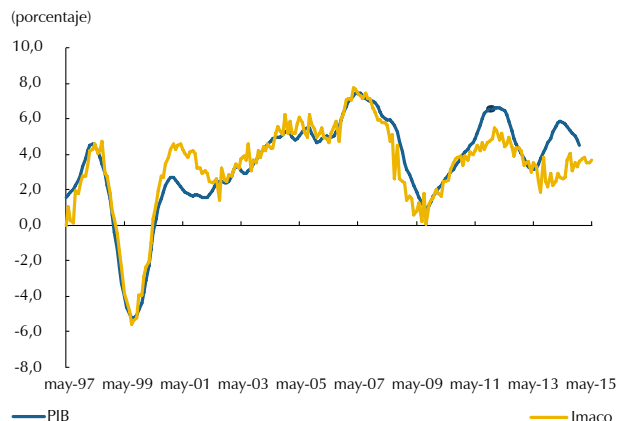
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Para el primer trimestre de 2015 se espera que la construcción se expanda a una tasa superior a la de la economía en su conjunto, puesto que los efectos de los estímulos del Gobierno (la culminación del programa de viviendas de interés prioritario) deberán seguir aportando, aunque en menor medida que en trimestres anteriores. Por su parte, con información a febrero, la producción y los despachos de cemento crecieron 10,8% y 10,3% durante el primer bimestre de 2015, con lo cual mantuvieron una expansión por encima de su promedio histórico (3,0% y 3,8%, respectivamente). Los niveles observados, así como el componente tendencial, confirman que el sector continuaría contribuyendo al crecimiento de la economía (Gráfico 29).

El indicador líder Imaco (Gráfico 30), calculado a partir de diversas variables sectoriales con información a febrero, señala un crecimiento acumulado a doce meses por debajo de lo proyectado en la senda central. Este hecho se tuvo en cuenta para elaborar el balance de pronósticos (*fan chart*) del PIB, que se presenta en el capítulo IV de este informe. Es relevante anotar que la metodología del Imaco no contiene indicadores de sectores como la construcción y los servicios sociales, que están contribuyendo de manera positiva al crecimiento.

Sin embargo, tal información sí está considerada en la senda del escenario central que se muestra en los *fan chart* y, por ello, este indicador podría estar subestimando la expansión del PIB de Colombia.

Gráfico 30
Imaco: indicador líder cinco meses del PIB^{a/}



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

Todo lo anterior permite prever que el crecimiento del PIB colombiano en el primer trimestre de 2015 se ubicaría entre 2,0% y 3,5%, con un escenario más probable alrededor del punto medio del intervalo. El rango de pronóstico contempla una incertidumbre importante sobre el comportamiento final de la inversión en obras civiles y del consumo del Gobierno.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

En el primer trimestre de 2015 la inflación anual al consumidor aumentó nuevamente, y se situó por encima del límite superior del rango meta de inflación (de 2% a 4%), establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

El promedio de los indicadores de inflación básica también se incrementó, superando el objetivo inflacionario de largo plazo (3,0%).

El incremento en el precio de los alimentos, en especial de los perecederos (papa) y algunos procesados como el arroz junto con el traspaso de la depreciación del peso a los precios internos, explicó la mayor parte del incremento de la inflación en el primer trimestre.

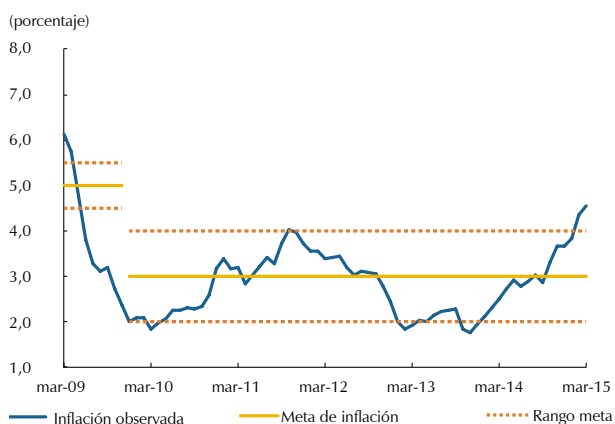
El componente no transable del IPC registró un ajuste moderado, sin que se perciban presiones de demanda importantes sobre la inflación al consumidor.

La inflación anual al consumidor mantuvo una tendencia ascendente en el primer trimestre de 2015, registrando aumentos importantes que superaron las previsiones efectuadas en el *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2014 y las expectativas

del mercado. Para marzo del año en curso el indicador se situó en 4,56%, por encima del nivel observado en diciembre pasado (3,66%) y del techo del rango meta (de 2,0% a 4,0%) establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2015. El resultado de la inflación anual en febrero también estuvo por encima de este intervalo (Gráfico 31 y Cuadro 6).

La aceleración de la inflación anual en lo corrido de 2015 ha estado asociada principalmente con el comportamiento de los precios de los alimentos y, en segundo lugar, con el de los bienes y servicios transables (sin alimentos, ni regulados). En el primer caso, las presiones alcistas se centraron en los alimentos perecederos, principalmente en la papa, y en

Gráfico 31
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Cuadro 6
Indicadores de inflación al consumidor
(a marzo de 2015)

Descripción	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Jul-14	Ago-14	Sep-14	Dic-14	Ene-15	Feb-15	Mar-15
Total	1,94	2,51	2,79	2,89	3,02	2,86	3,66	3,82	4,36	4,56
Sin alimentos	2,36	2,62	2,66	2,75	2,84	2,70	3,26	3,20	3,41	3,46
Transables	1,40	1,65	1,94	1,60	1,57	1,59	2,03	2,28	3,26	3,46
No transables	3,76	3,55	3,45	3,17	3,29	3,26	3,38	3,47	3,50	3,56
Regulados	1,05	2,21	2,14	3,60	3,83	3,25	4,84	4,01	3,47	3,25
Alimentos	0,86	2,23	3,11	3,26	3,47	3,25	4,69	5,41	6,77	7,37
Perecederos	(0,16)	3,17	8,92	9,18	8,91	7,61	16,74	16,78	19,68	21,57
Procesados	(0,24)	0,92	1,44	1,66	2,09	2,14	2,54	3,70	5,62	5,99
Comidas fuera del hogar	3,26	4,13	3,52	3,45	3,47	3,23	3,51	3,60	3,34	3,59
Indicadores de inflación básica										
Sin alimentos	2,36	2,62	2,66	2,75	2,84	2,70	3,26	3,20	3,41	3,46
Núcleo 20	2,72	2,86	3,04	2,73	2,98	2,89	3,42	3,58	3,62	3,70
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	2,19	2,53	2,53	2,33	2,42	2,39	2,76	3,12	3,69	3,95
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,74	2,81	2,51	2,56	2,55	2,81	2,97	3,40	3,52
Promedio de todos los indicadores	2,51	2,69	2,76	2,58	2,70	2,63	3,06	3,22	3,53	3,65

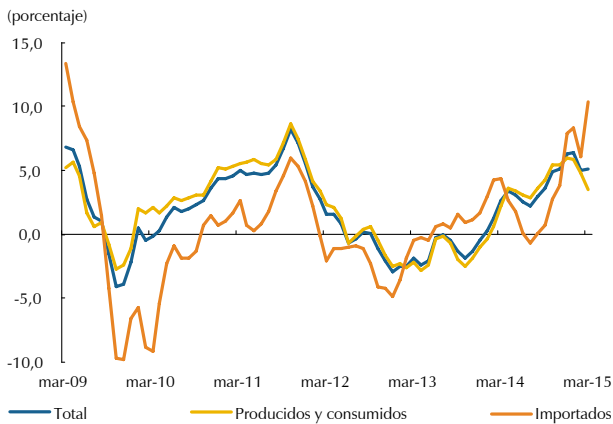
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

algunos alimentos procesados, en especial el arroz, cuyo precio subió de manera considerable en los últimos cuatro meses debido a un bajo abastecimiento en los mercados locales. Cabe señalar que alrededor del 85,0% de la aceleración de la inflación anual al consumidor en los primeros tres meses del año se explica por las alzas en los precios de los alimentos en conjunto.

El IPC transable se ha visto particularmente afectado por las presiones derivadas de la depreciación del peso. A pesar de que esta se inició desde julio pasado, solo hasta finales de año comenzó a transmitirse levemente a los precios al consumidor, cobrando fuerza en lo corrido de 2015. Este comportamiento ha revelado una transmisión del tipo de cambio a los precios con un rezago algo mayor de lo que ha sido usual (entre uno y dos trimestres).

Las mismas presiones alcistas que han afectado los precios al consumidor han operado sobre los precios al productor y, por ende, en los costos de producción no laborales. La variación anual del IPP ha marcado una tendencia ascendente desde agosto de 2014 (2,96%), que cedió un poco durante el primer trimestre de este año, pero que se debió más por la base alta de comparación estadística, que por una disminución en los incrementos mensuales. Así, la variación anual de marzo (5,1%) siguió siendo relativamente alta, aunque algo menor que la observada en diciembre de 2014 (6,3%) (Gráfico 32).

Gráfico 32
IPP por procedencia
(variación anual)



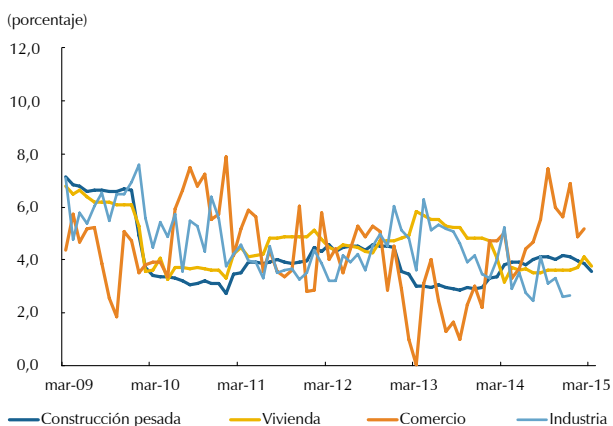
Fuente: DANE.

En los tres primeros meses de 2015 las mayores presiones al alza dentro del IPP se concentraron en el componente importado, cuyo crecimiento anual se viene acelerando con fuerza desde el último trimestre del año pasado, y que en marzo se situó en 10,3% (Gráfico 32). Este comportamiento está estrechamente relacionado con la depreciación del tipo de cambio, con un impacto sobre los precios de varios rubros agropecuarios (como cereales, leguminosas y cacao, entre otros) y sobre algunos bienes manufacturados (como productos lácteos y fundición de metales). La transmisión de los movimientos de la tasa de cambio a los precios al productor es mucho más rápida que en el caso de los precios al consumidor, puesto que una buena parte de la canasta transable del IPP se fija directamente en dólares.

Las presiones alcistas sobre los precios al productor y, por ende, sobre los costos no salariales han sido parcialmente compensadas por las disminuciones en los precios de los combustibles. Esto permitió que la variación anual del IPP local disminuyera desde 6,0% en diciembre a 3,5% en marzo, comportamiento atribuido a las caídas en el IPP de productos de origen minero, principalmente (en especial extracción de petróleo crudo).

En materia de costos salariales, las presiones al alza han seguido siendo escasas. En lo corrido del año la información disponible indica que los salarios muestran ajustes compatibles con la meta de inflación. Los de la industria se ajustaban a una tasa anual de 2,6% en términos nominales en enero (último dato disponible)⁹.

Gráfico 33
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con cifras a febrero el ajuste anual de los salarios de la construcción bordeó el 5,0%, registrando una desaceleración, al compararse con lo observado en meses anteriores. En el comercio el ritmo de ajuste ha superado el techo del rango meta de inflación desde hace varios meses, pero en lo corrido del año ha presentado un descenso. Los mayores ajustes a este nivel parecen obedecer a cambios en la metodología de la encuesta de comercio (Gráfico 33).

En materia de presiones de demanda, el comportamiento de los precios de varios bienes y servicios no transables sugiere que estas han sido bajas, lo que está en sintonía con las señales de desaceleración económica que se perciben desde finales del año pasado (véase

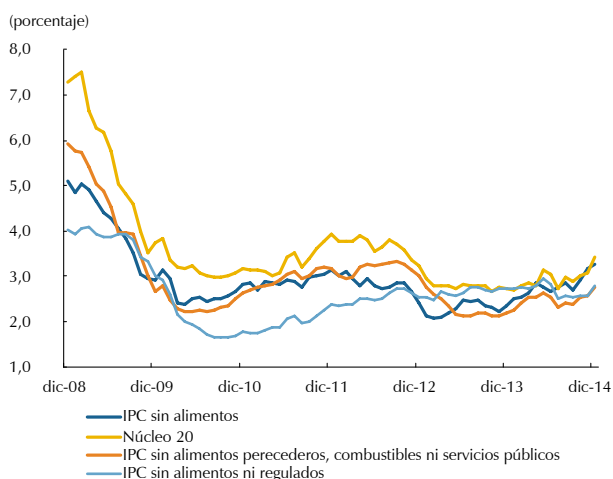
9 Debido a un cambio metodológico, la información posterior no se encontraba disponible al momento de escribir este Informe.

el capítulo 2) y con las estimaciones de una brecha del producto que se encontraría en terreno algo negativo, como se explica en el capítulo 4 de este informe. Sin embargo, los ajustes de precios de algunos servicios no transables podrían estar respondiendo a la inflación relativamente alta de finales de 2014, vía diferentes mecanismos de indexación que aún subsisten.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

Durante el primer trimestre el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica, monitoreados regularmente por el Banco de la República, continuó su senda ascendente por sexto mes consecutivo, replicando el desempeño alcista de la inflación total. Dicho promedio, que se situó en 3,7% en marzo, y que fue superior al registro de diciembre de 3,1%, ha sido el mayor nivel observado desde octubre de 2009. Desde diciembre pasado el promedio de estos indicadores se ha mantenido por encima de la meta de inflación de largo plazo (3,0%).

Gráfico 34
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro de los diferentes indicadores de inflación básica, entre enero y marzo del presente año el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos ha sido el de mayor aceleración y el de mayor nivel (4,0%). En contraste, la inflación sin alimentos (3,5%) registró la menor aceleración y nivel, aumentando solo 20 pb con respecto al registro de diciembre pasado. Por su parte, el núcleo 20 cerró el primer trimestre en 3,7% y la inflación sin alimentos ni regulados en 3,5%. Como se puede observar, todos los indicadores se situaron por encima del objetivo inflacionario de largo plazo (Cuadro 6, Gráfico 34).

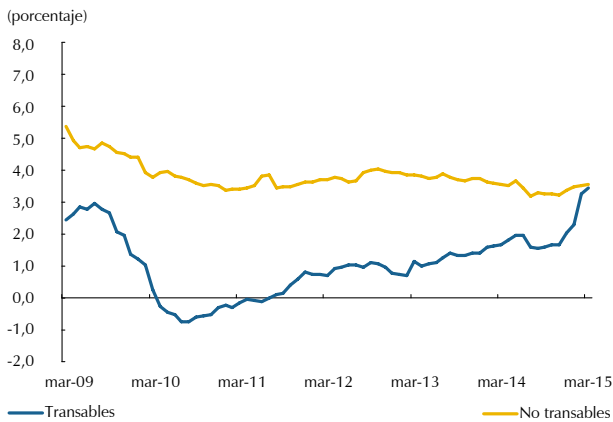
El repunte generalizado de los indicadores de inflación básica en los últimos seis meses está vinculado con la depreciación del peso desde julio del año pasado, así

como también con el aumento de los costos de producción que se capturan en el IPP. El deterioro de algunos indicadores de demanda, observado durante este año, podría comenzar a ejercer presiones bajistas sobre la inflación básica, compensando, en parte, la dinámica alcista ejercida por el tipo de cambio sobre el IPP.

En el primer trimestre del año la aceleración de la variación anual del IPC sin alimentos estuvo particularmente determinada por el desempeño alcista del componente transable de la canasta familiar y, en menor medida, por la leve aceleración observada en los ajustes anuales de los bienes no transables (Cuadro 6, Gráfico 35). Por el contrario, el segmento regulado de la canasta generó presiones bajistas sobre la inflación al consumidor.

Desde diciembre pasado el componente transable sin alimentos ni regulados de la canasta familiar comenzó a impulsar la inflación al consumidor, con un rezago

Gráfico 35
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

manifiesto de varios meses, ya que fue en julio del año pasado cuando comenzó la fase de depreciación del peso con respecto al dólar. Por el rezago con que opera el impacto de la depreciación del peso sobre el IPC en el futuro inmediato se deberían esperar nuevas presiones inflacionarias del lado de los transables (véase al respecto Recuadro 2, pp. 55-58). De esta manera, la inflación del componente transable pasó de 2,0% en diciembre de 2014 a 3,5% en marzo (Cuadro 6, Gráfico 35). Aunque la difusión de los incrementos en los precios de los transables ha sido generalizada, las mayores presiones inflacionarias las vienen ejerciendo rubros altamente afectados por el mayor precio del dólar, como los tiquetes aéreos, la compra de celulares y de vehículos. Este último rubro, que es el tercero más importante de la canasta

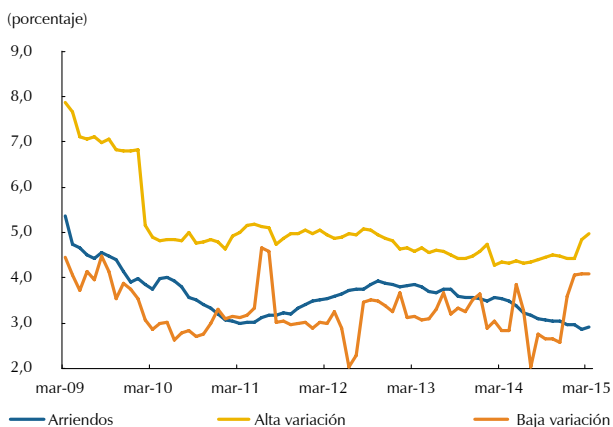
familiar, después de arriendos y comidas fuera del hogar, con un peso de 4,4%, acumula una variación de 7,3% desde octubre del año pasado.

De igual forma, el segmento no transable del IPC sin alimentos ni regulados mantuvo una senda ascendente en los tres primeros meses de 2015, aunque de menor magnitud que la observada en los transables, aumentando de 3,4% en diciembre a 3,6% en marzo (Gráfico 35). La moderada dinámica alcista de este grupo durante el primer trimestre del año es señal de la ausencia de bajas presiones derivadas de la demanda. Estas que se han comenzado a manifestar en lo corrido de 2015, como lo sugieren el deterioro de la confianza local, un crédito de los hogares creciendo a menor ritmo y unas ventas menos dinámicas.

Sin embargo, también hay indicios de incrementos en este segmento de la canasta debido a la indexación generada por el aumento de la inflación registrada a finales del año pasado. Los subgrupos que estarían siendo más afectados por este fenómeno

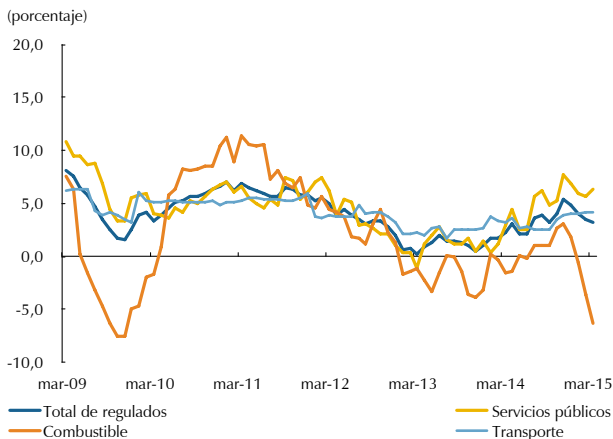
son los de servicio de educación y de salud, los cuales hacen parte del grupo denominado “alta variación” cuyo ajuste anual pasó de 4,4% en diciembre a 5,0% en marzo (Gráfico 36). Por otro lado, el ajuste anual del denominado grupo de “baja variación” (los de menor indexación) se aceleró a 4,1% en marzo, desde el 3,6% registrado en diciembre obedeciendo probablemente a choques transitorios más que a presiones de demanda (Gráfico 36). Los mayores costos de las boletas de fútbol por las finales de las diversas copas en disputa desde finales del año pasado explican el repunte de este subgrupo de no transables. Una presión contraria a los anteriores grupos la ejerció la subcanasta de arriendos, la cual de 3,0% en diciembre cayó a 2,9% en marzo. Incrementos en la oferta de inmuebles en los estratos altos, con una demanda menos dinámica y con un

Gráfico 36
Inflación anual de no transables
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



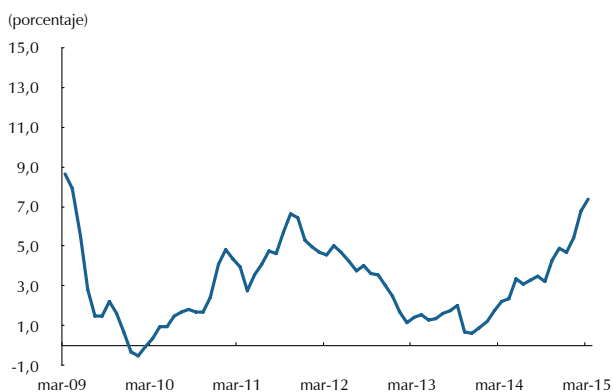
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

crédito hipotecario desacelerándose consistentemente desde mediados del año pasado, podrían estar explicando este desempeño (Gráfico 37).

Durante lo corrido de 2015 el componente regulado de la canasta del IPC sin alimentos fue el único que marcó una tendencia descendente, pasando de 4,8% en diciembre a 3,3% en marzo (Gráfico 37). El gran motor que desencadenó la contracción de este grupo fue el de combustibles, tal como lo previeron los analistas del mercado y el equipo técnico del Banco. En efecto, las sucesivas disminuciones decretadas por el gobierno nacional en el precio de la gasolina, en especial la más reciente (de 300 pesos), aplicada hacia finales de febrero, explican el descenso en más de 6,0% en el precio del combustible en lo corrido del año, con lo cual la variación anual se ubicó en -6,4% en marzo, frente al 1,8% de diciembre pasado.

La variación anual del subgrupo de servicios públicos también retrocedió de 6,9% en diciembre a 6,3% en marzo, comportamiento explicado especialmente por la desaceleración de los ajustes anuales en energía, los cuales descendieron de 9,0% en diciembre a 7,6% en marzo. A pesar de este comportamiento, es importante anotar que, dentro del subgrupo, las tarifas del gas crecieron más de 7,0% durante el primer trimestre de 2015. Los analistas de este sector esperan niveles altos en las tarifas de este bien en lo que resta del año, no solo por la desregulación del mercado de La Guajira, sino también por los mayores costos asociados con la baja capacidad de transporte de los gasoductos. En el caso del acueducto, también la tendencia fue al alza en los tres primeros meses del año, pasando de 3,6% en diciembre a 4,5% en marzo; impulso explicado porque a partir de febrero se comenzaron a actualizar las tarifas por la acumulación de un nuevo 3,0% en la inflación anual, normativa impuesta por los reguladores del sector, con la cual se activan de nuevo las alzas.

Gráfico 38
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El único subgrupo dentro de los regulados que aceleró su crecimiento anual de 4,0% en diciembre pasado a 4,2% en marzo fue el transporte. Algunos ajustes locales (Pereira) en las tarifas de taxis y medios de transporte urbano explican dicho repunte.

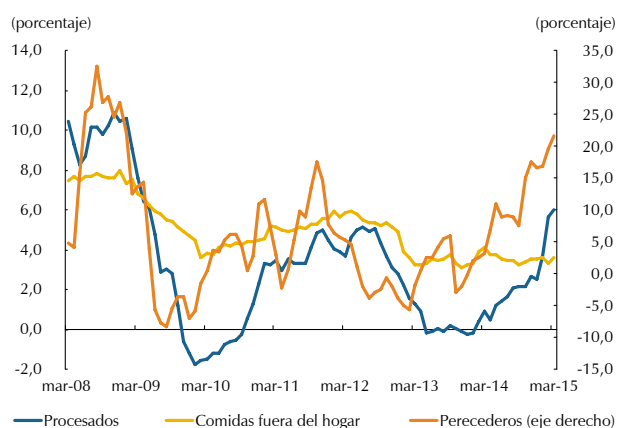
B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

Desde el año pasado la variación anual de alimentos viene al alza, al pasar de 0,9% en diciembre de 2013 a 4,7% en diciembre pasado, para situarse en 7,4% en marzo (Gráfico 38). Este resultado estuvo por encima

de lo esperado por el mercado y los analistas del Banco. Durante buena parte de 2014 y lo corrido de 2015 la inflación de alimentos se ha visto afectada por factores de oferta, y solo en menor grado por la depreciación del peso. Adicionalmente, el reciente paro camionero encareció los alimentos entre febrero y marzo.

A partir de 2014 los precios de los alimentos perecederos vienen ejerciendo una presión alcista sobre la inflación al consumidor, saltando de terreno negativo en diciembre de 2013 (-0,2%) a 16,7% en septiembre de 2014 y a 21,6% en marzo. Aunque en general el abastecimiento de los perecederos ha disminuido con respecto al año pasado, la estrechez de la oferta de la papa es la que concentró las alzas en esta subcanasta de los alimentos. En efecto, el ajuste anual del tubérculo ascendió a 71,8% en marzo, como consecuencia de la disminución del área sembrada, en parte debido a la especulación sobre la incidencia negativa del episodio meteorológico de El Niño desde el segundo trimestre del año pasado.

Gráfico 39
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

De igual forma, el segmento de alimentos procesados viene impulsando con fuerza la variación anual de alimentos, al pasar de 2,5% en diciembre pasado a 6,0% en marzo (Gráfico 39). Este comportamiento alcista lo explica fundamentalmente el arroz, cuyo incremento en lo corrido del año asciende a 35,6%, y presenta un 36,6% en los doce últimos meses. Varios hechos podrían explicar este repunte: uno de ellos es la caída en la producción debido al temor que ocasionó un posible evento de El Niño, así como por los precios bajos en el pasado reciente. A lo anterior se suma la retención de inventarios del cereal por parte de algunos molineros y las importaciones más costosas debidas a la depreciación del tipo de cambio. Asimismo, buena parte de los rubros que componen este segmento de los alimentos (en especial huevos, cereales, aceites y harinas) han

incorporado el encarecimiento del dólar y podrían seguir aumentando, a pesar de la presión bajista derivada de los menores precios internacionales. La depreciación del peso con respecto al dólar también viene impulsando, con alguna fuerza, los precios de otros alimentos importados procesados (como harinas, aceites y leguminosas, entre otros).

Finalmente, las comidas fuera del hogar aún no han incorporado los incrementos generalizados de los alimentos, cerrando el primer trimestre con una variación anual de 3,6%, tan solo 10 pb superiores al registro de diciembre.

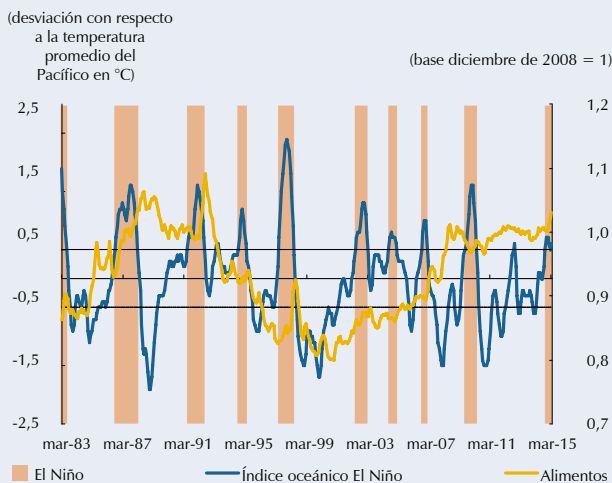
Recuadro 2

¿POR QUÉ EL ALZA Y PARA DÓNDE VAN LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS?

Édgar Caicedo G.
Joan Camilo Granados C.
Nicolás Martínez C.*

Desde comienzos del año pasado los precios relativos de los alimentos han venido registrando una tendencia alcista, sin que esta aún se reverse (Gráfico R2.1). En términos anuales, la inflación de alimentos viene aumentando casi que sin interrupción desde diciembre de 2013, mes en el cual alcanzó un nivel de 0,9%, para saltar a 4,7% un año después y cerrar el primer trimestre de 2015 en 7,4% (véase Gráfico 38 del capítulo III). ¿Los precios de los alimentos seguirán esta tendencia alcista o irán a caer? Antes de responder esta pregunta observemos las causas que explican dicho repunte, para después analizar el posible desempeño de estos precios en lo que resta de año.

Gráfico R2.1
El Niño y los precios de los alimentos con relación al IPC sin alimentos



Fuente: DANE; cálculos de los autores.

¿Qué explica la escalada alcista de los precios de los alimentos?

Existe el consenso entre los analistas del sector que la principal causa que explica la racha alcista en los precios de los

* Los autores son, en su orden, profesional experto en inflación, profesional especializado y estudiante en práctica del Departamento de Inflación y Programación del Banco de la República. Sus opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

alimentos fueron los indicios, que surgieron durante el segundo trimestre del año pasado, sobre la aparición de un nuevo episodio de El Niño, sin que en ese momento se conociera su fecha de inicio ni su intensidad. Este temprano anuncio puso en sobre aviso a los agricultores, quienes habrían modificado sus decisiones de inversión, reduciendo el área sembrada en muchos productos o aplazando inversiones de adecuación de tierras, compra de insumos o maquinaria y equipo, entre otros.

Solo en marzo de este año se confirmó y consolidó el desarrollo de este episodio climático, cuyos pronósticos, en principio, estiman que se extendería con mayor probabilidad hasta el final del verano del hemisferio norte, con una intensidad débil¹. Sin embargo, anticipando este evento, debido a los anuncios pasados, los agricultores ya habían tomado acciones que redujeron la oferta, con la consecuente escalada alcista en los precios de los alimentos.

Como reflejo del pesimismo señalado, el crecimiento del PIB agropecuario en 2014 (2,3%) se desaceleró con respecto al observado en el año 2013 (6,7%). De igual manera, el crédito agrícola destinado a la producción, con recursos de Finagro, cayó un 17,5% en 2014, frente a 2013; incluso estos préstamos continúan sin mostrar mejora, al decrecer durante el primer trimestre de este año en más de 9,0%. Sin embargo, es importante aclarar que el crédito total, el cual incluye recursos aprobados para la inversión, la normalización de cartera y el capital de trabajo (contempla las líneas de producción), sí repuntó un 17,6% entre enero y marzo.

Aunque con menos fuerza, el otro factor que ha venido empujando los precios de los alimentos en los últimos trimestres ha sido la depreciación del peso con respecto al dólar. La fase ascendente más reciente del precio del dólar, que comenzó hacia finales de julio del año pasado, generó algunas presiones alcistas sobre ciertos alimentos de origen importado, entre los que se destacan los cereales, los aceites-grasas y las harinas.

El arroz fue el alimento que lideró las alzas, con un ajuste anual del 36,6%, lo cual explicó en un 10,7% la inflación total acumulada en los doce últimos meses y en 23,5% la de

1 Véase: <http://www.climate.gov/news-features/blogs/enso/march-2015-enso-discussion-el-ni%C3%B1o-here>. La presencia del fenómeno de El Niño solo se confirma una vez se acumulan cinco períodos consecutivos, donde cada mes es un promedio móvil de los últimos tres meses, en los cuales en tal lapso la temperatura de la zona 3-4 del océano Pacífico ecuatorial debe superar el promedio histórico de temperatura de los últimos treinta años en 0,5 grados centígrados. Esta tendencia se corroboró en marzo de 2015, cuando el desarrollo del episodio climático aún se consideraba de intensidad débil.

los alimentos. El aumento de su precio está asociado con la caída de su producción, la valorización de inventarios por parte de algunos molineros e importaciones más costosas para atender la demanda local, encarecidas por la apreciación del dólar.

La crisis de rentabilidad de algunos cultivos durante el año pasado, junto con el temor por la presencia de un evento de El Niño, desencadenó una reducción significativa en el área sembrada de los cultivos, en especial los perecederos, generando presiones alcistas sobre este componente del IPC de alimentos. Así, el ajuste anual de este rubro pasó de terreno negativo en diciembre de 2013 (-0,2%) a terreno positivo un año después (16,7%), para terminar el primer trimestre de 2015 en 21,6%. Dentro de este grupo, la papa ha sido la más golpeada por los eventos señalados, con incrementos de precios que alcanzaron el 71,8% en los últimos doce meses, aumento que explica el 8,0% de la inflación total, y la de alimentos en cerca de 16,0%.

Por otro lado, durante buena parte del año pasado el repunte en la inflación al productor estaría señalando que los agricultores han afrontado mayores costos de producción por el encarecimiento de los insumos, materias primas y maquinaria y equipo agrícola, lo cual habría generado desestímulos productivos. Por último, algunas protestas campesinas y el paro de transportadores, que temporalmente desabastecieron los mercados mayoristas de alimentos, impulsaron los precios entre febrero y marzo del presente año.

¿Para dónde van los precios de los alimentos?

Para responder esta pregunta, a continuación se muestran algunos ejercicios estadísticos para determinar la posible trayectoria que seguirían los precios de los alimentos en lo que resta del año 2015.

Antes, es importante anotar que el episodio de El Niño y la depreciación del peso-dólar, que vienen explicando buena parte del alza en los alimentos, deberían atenuarse o desaparecer entre la segunda mitad del año 2015 y comienzos de 2016, tal como lo espera el mercado. Esto contribuiría a la desaceleración de los incrementos anuales en los precios de los alimentos. En el caso de un evento típico de El Niño, una vez maduro, este tiende a desaparecer por completo en el tercer trimestre del año. Precisamente esto es lo que esperan los meteorólogos con información a marzo; es decir, que se normalicen las condiciones climáticas una vez culmine el verano del hemisferio norte. Por su parte, el dólar ha frenado su ímpetu alcista desde mediados de marzo, con lo cual las alzas en el componente de alimentos transables del IPC no deberían extenderse más allá de este año, teniendo en cuenta el rezago de uno o dos trimestres con que se transfieren los movimientos del tipo de cambio hacia la inflación al consumidor.

Una revisión de los comportamientos típicos del IPC de los alimentos señala que se podría esperar una reducción de sus precios en los próximos meses. En tal sentido utilizamos el procedimiento de Bry y Boschan (1971) para caracterizar los ciclos inflacionarios de estos grupos de alimentos desde el año 2000. Esta metodología consiste en un algoritmo que quita los valores atípicos de la serie de datos, y que luego determina los puntos de quiebre en los ciclos de una serie de tiempo; para esto se buscan los máximos y mínimos locales en una ventana móvil a lo largo de la serie, a los cuales se le aplica un conjunto de restricciones. Con estas se logra que las fases de los ciclos (ascendentes y descendentes) sean alternadas, con lo que se facilita determinar la duración de cada ciclo, y también se logra que cada fase y ciclo tengan una duración mínima. Aunque tal duración se escoge a juicio del investigador, en este ejercicio se sigue la propuesta de Harding (2008), con la cual se eligen duraciones mínimas de cada fase y ciclo de cinco y nueve meses, respectivamente. El Gráfico R2.2 muestra los resultados y el Cuadro R2.2 presenta los estadísticos descriptivos de la duración de estos ciclos para los precios analizados.

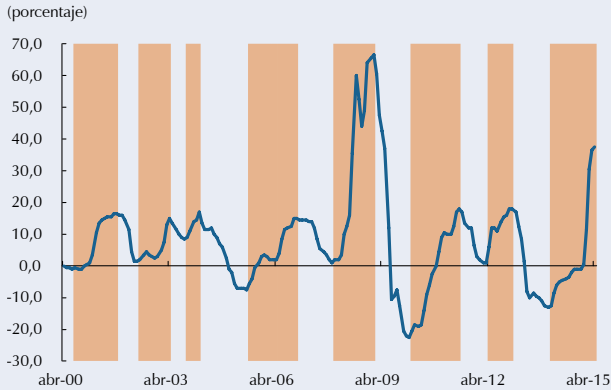
Según los resultados, la parte ascendente del ciclo de la variación anual del IPC del arroz tiene una mayor duración que la descendente; es decir, la inflación del arroz aumenta durante más tiempo y luego, en promedio es seguida por una reversión más rápida de los precios. Por otro lado, si se observa que la magnitud de los cambios de este producto y los de la papa es mucho mayor que la del resto de alimentos considerados, entonces, se podría registrar una fuerte desaceleración en la inflación de estos productos en los próximos trimestres.

El resto de alimentos muestran ciclos inflacionarios más largos, pero más simétricos (Cuadro R2.1); en otras palabras, la duración de cada fase es parecida. En la mayoría se confirma que en la actualidad sus precios se encuentran en una fase ascendente. Sin embargo, a abril de 2015 se observa que varios ya habrían superado el promedio de la duración ascendente de sus ciclos o estarían acercándose a esta (Cuadro R2.2), por lo que podría presentarse una destorcida hacia el último trimestre del año.

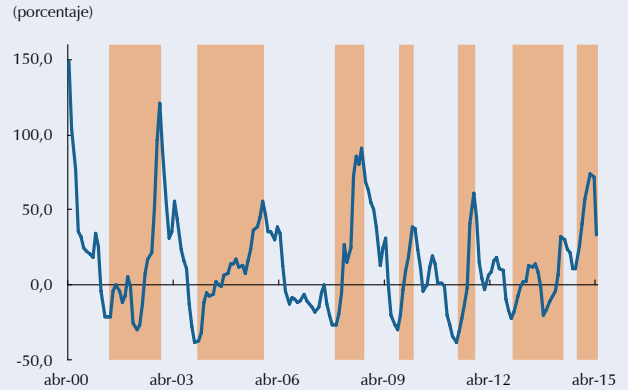
Por otra parte, en el Cuadro R2.3 se ilustra cómo en los años con fenómeno de El Niño la importancia de los alimentos en la inflación total tiende a caer significativamente durante el segundo semestre, comparada con los años de clima normal. Mientras que durante el primer semestre los alimentos perecederos explican un 117% de la inflación, en el segundo semestre su contribución es negativa (-17,0%). Igual sucede con el total del grupo de los alimentos, cuya participación en el segundo semestre (5,0%) es muy inferior a la del primero (95,0%). Además, por el peso significativo de los alimentos en la canasta familiar (28,2%), este comportamiento se refleja en la inflación total, aunque con una menor intensidad.

Gráfico R2.2
Ciclos de las variaciones anuales de los precios de algunos alimentos

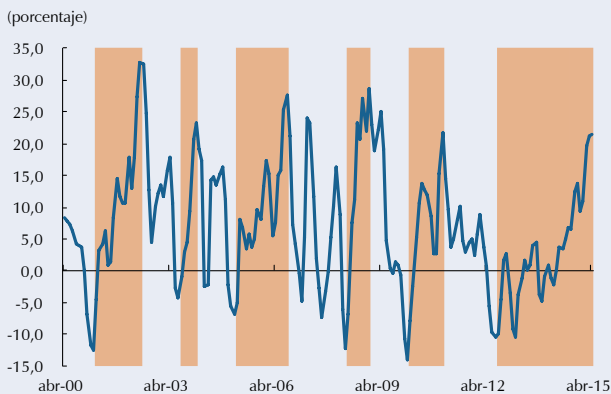
A. IPC del arroz



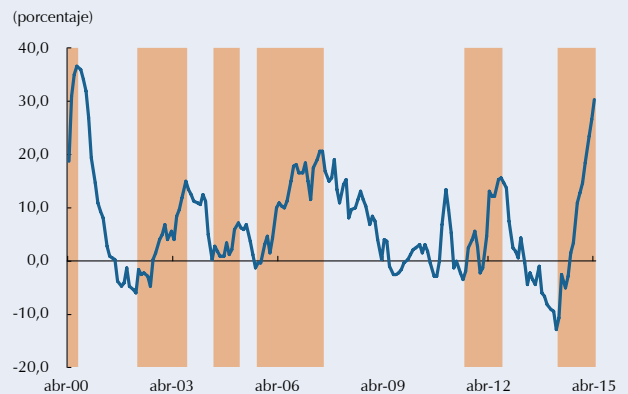
B. IPC de la papa



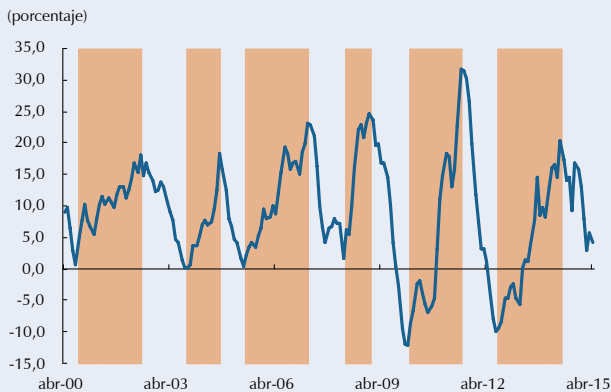
C. IPC de las hortalizas y legumbres



D. IPC de los tubérculos sin papa



E. IPC de las frutas



Nota: las áreas sombreadas corresponden a fases ascendentes de las variaciones anuales analizadas.
Fuente: DANE; cálculos de los autores.

En conclusión, las expectativas de meteorólogos y analistas del mercado cambiario con información a marzo, conducen a esperar que los precios de los alimentos comenzarían a ceder desde mediados de 2015. Lo anterior lo confirman los ejercicios estadísticos, los cuales indican una caída acentuada de los precios relativos de los alimentos en el mismo lapso. Por otro lado, el equipo técnico del Banco prevé que no habrá una intensificación de El Niño y que este no se extenderá más allá de lo inicialmente previsto; a la par, prevé un dólar relativamente estable. Esto haría suponer que la caída esperada de los precios de los alimentos permitirá que la inflación anual al consumidor retorne al rango meta al finalizar el año 2015. De darse lo contrario aumentaría la posibilidad de desanclaje de las expectativas de inflación, con altos costos para la credibilidad del régimen de inflación objetivo y para la economía en general. El banco central ha manifestado estar vigilante y tomar una posición activa para que el objetivo inflacionario se cumpla.

Cuadro R2.1
Ciclos de la variación anual de los alimentos

Variación porcentual anual	Ciclo (en meses)				Fase ascendente				Fase descendente			
	Duración promedio	Desviación	Mínima	Máxima	Duración promedio	Desviación	Mínima	Máxima	Duración promedio	Desviación	Mínima	Máxima
Arroz	23	4	16	29	13	4	5	17	10	4	5	16
Papa	27	11	19	47	13	7	5	23	14	6	5	24
Tubérculos	36	18	18	61	16	6	9	23	20	17	6	48
Hortalizas	27	8	19	38	12	5	6	18	15	3	13	20
Frutas	29	7	20	37	18	6	9	22	12	3	8	15

Fuente: DANE; cálculos propios.

Cuadro R2.2
Fase actual de los ciclos de los alimentos

Variación porcentual anual	Fase y duración actual	
Arroz	Ascendente	16
Papa	Ascendente	7
Tubérculos	Ascendente	13
Hortalizas	Ascendente	33
Frutas	Descendente	11

Fuente: DANE; cálculos propios.

Referencias

- Bry, G.; Boschan, C. (1971). *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, NBER Books, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Harding, D. (2008). "Detecting and Forecasting Business Cycle Turning Points", MPRA paper, núm. 33583, University Library of Munich, Germany.

Cuadro R2.3
Generación de la inflación, 1950-2014

Descripción	Participación semestral promedio (porcentaje)	
	I	II
Inflación de alimentos		
Años con el Niño ^{a/}	95,0	5,0
Años sin el Niño	56,0	44,0
Inflación perecederos (sin año 2013)^{b/}		
Años con el Niño ^{a/}	136,0	-36,0
Años sin el Niño	101,0	
Inflación total		
Años con el Niño ^{a/}	76,0	24,0
Años sin el Niño	66,0	34,0

a/ Se toma El Niño en el año 2.

b/ Exclusión de datos del año 2013 por ser un período atípico.

Fuentes: DANE y National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA); cálculos del Banco de la República.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

La incertidumbre sobre el crecimiento para 2015 sigue siendo amplia, debido a la magnitud de los choques externos que ha recibido la economía colombiana

En este informe se revisó un poco a la baja el pronóstico de crecimiento más probable para el año en curso (a un 3,2%), con un rango entre 2,0% y 4,0%.

La proyección de inflación anual aumentó de nuevo, presionada por transitorios choques de oferta en alimentos, y por la transmisión de la depreciación hacia los precios internos.

Se espera que la inflación anual empiece a descender principalmente en el segundo semestre y que converja al 3,0% entre 2016 y 2017.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2015

Las proyecciones de crecimiento económico presentadas en este informe fueron revisadas a la baja con respecto a lo publicado un trimestre atrás. Las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República sugieren que la desaceleración de la economía colombiana podría ser algo mayor que la contemplada en un principio. Lo anterior obedece a un menor desempeño económico proyectado de nuestros principales socios comerciales y vecinos más cercanos en la región, así como a una perspectiva en el plano internacional menos favorable para la economía colombiana. A lo anterior se suma que en lo corrido del año se han presentado algunos choques comerciales que no se habían registrado al momento de la elaboración del informe anterior. Adicionalmente, durante el primer trimestre del año se observaron una demanda interna que estaría mostrando señales de desaceleración algo mayores que las esperadas, y un choque a la confianza y a las expectativas de los hogares colombianos de magnitudes importantes.

Se prevé un desempeño económico menor de nuestros socios comerciales, frente al contemplado antes, y se ha observado una desaceleración de la demanda interna algo mayor que la esperada.

En general, en este informe se mantiene la incertidumbre sobre el contexto externo, en especial aquella relacionada con los flujos de capitales hacia el país. Así las cosas, las proyecciones de los escenarios alto, medio y bajo de crecimiento del PIB aquí presentados son compatibles con los distintos grados de disponibilidad

La estimación de crecimiento para 2015 supone un precio del crudo que se ubicaría, en promedio, en niveles cercanos a los USD 55 por barril.

de financiamiento externo. En particular, el pronóstico central de PIB tiene implícita una reducción de la IED como la presentada en la sección de balanza de pagos del capítulo I, concentrada, sobre todo, en aquella destinada al sector petrolero. De igual manera, se proyecta un precio internacional del crudo que en promedio se ubicaría en niveles cercanos a los USD 55 por barril. Esto no dista de manera significativa de lo expuesto en el *Informe sobre Inflación* anterior (USD 50 pb), por lo que la magnitud de los efectos negativos que tendría el desplome de la cotización del petróleo sobre el nivel del índice de términos de intercambio en 2015 es similar a la contemplada un trimestre atrás.

Todo lo anterior permite prever una desaceleración de la demanda interna en 2015. El rubro más afectado sería la formación bruta de capital, sobre todo la privada y aquella destinada al sector minero-energético, donde se anticipa una contracción. Para el resto de la inversión, en particular para el gasto en construcción de edificaciones y de obras civiles, se esperan expansiones positivas, como se explicará más adelante. Por su parte, el consumo privado mostraría una desaceleración en su tasa de crecimiento algo mayor que la contemplada un trimestre atrás. Con respecto al consumo del Gobierno, para 2015 se mantienen las perspectivas de un buen desempeño de este rubro del PIB, aunque menor que el registrado en 2014.

De todas maneras, se debe señalar que la dinámica de este agregado está sujeta a una incertidumbre importante. En principio, el buen desempeño del gasto del Gobierno obedecería a la mayor ejecución de los ámbitos regionales y locales, hecho que normalmente se observa durante el último año del mandato de alcaldes y gobernadores. Adicionalmente, se espera que las elecciones regionales por sí mismas representen una fuente importante de ejecución de gasto público. Cabe resaltar que la solidez macroeconómica del país y la buena conducción de la política fiscal en años recientes permitieron que el gobierno nacional ganara margen de maniobra para enfrentar una coyuntura como la actual. Reflejo de lo anterior es la buena demanda que han tenido las recientes emisiones de deuda pública, que fueron colocadas a tasas y plazos históricamente bajas y largos, y que de continuar representarían una fuerte importante de financiación para el Gobierno. Otra fuente posible de recursos es aquella relacionada con la venta de Isagén. De concretarse, el Gobierno contaría con una cantidad adicional de recursos para satisfacer sus necesidades de gasto y de inversión.

El rubro con el peor desempeño sería la inversión, sobre todo la privada y aquella destinada al sector minero-energético. El consumo privado mostraría una desaceleración algo mayor que la contemplada un trimestre atrás.

En contraste, los riesgos a la baja están asociados con los menores ingresos por concepto de regalías. La caída reciente del precio del petróleo ha impactado de manera negativa el presupuesto definido para 2015 y 2016, particularmente en las regiones. Lo anterior ha obligado al aplazar estos pagos y a recortar el gasto en algunos proyectos de gasto e inversión. Adicionalmente, en 2015 se disipará el efecto de los ajustes salariales del sector y de los compromisos con los distintos sectores productivos que adquirió el gobierno nacional en 2013¹⁰. Por último, ya

10 Aquellos derivados de los incrementos salariales en la rama judicial y los compromisos adquiridos con el sector agropecuario, entre otros.

A los riesgos ya contemplados en el anterior Informe sobre Inflación, se suma un potencial resentimiento de la confianza de los hogares y un deterioro de las expectativas hacia futuro.

entrada la segunda mitad del año se prevé que el cumplimiento de la Ley de Garantías modere parte de la dinámica del gasto público.

Por el lado del consumo privado, se prevé una desaceleración del gasto de las familias, originada principalmente por un menor consumo de bienes durables. A los posibles efectos que tengan sobre este rubro ítems como: 1) la caída de los términos de intercambio; 2) el menor financiamiento disponible, resultado de los menores flujos de capitales que entrarían al país, y 3) a la eventual pérdida de poder adquisitivo del ingreso de los hogares debida a la fuerte depreciación del peso frente al dólar (todos estos ya incorporados en los pronósticos de un trimestre atrás), se suma el riesgo que supone un potencial resentimiento de la confianza de los hogares y un deterioro de las expectativas que estos tengan sobre el futuro de la economía colombiana. En lo corrido del año se ha desacelerado el ritmo de las ventas minoristas, al tiempo que las ventas de vehículos y motocicletas se han deteriorado. A pesar de lo anterior, los indicadores más recientes del mercado laboral no han registrado deterioros y la creación de empleo se ha concentrado en trabajo asalariado y formal, razón por la cual no se esperan desaceleraciones adicionales del consumo de las familias.

Con respecto a la formación bruta de capital, se prevé que el mal desempeño del rubro obedecería, en gran medida, a una contracción de la inversión destinada al sector minero. Así las cosas, para 2015 la dinámica del gasto en bienes de capital sería la más baja del último lustro. Este mal comportamiento sería compensado solo de manera parcial por el desempeño esperado del resto de la inversión. El gasto en construcción de obras civiles y el de construcción de edificaciones registraría expansiones superiores al resto de la inversión, aunque estas serían menores que las observadas en 2014. En el primer caso, el buen desempeño estaría jalonado por la ejecución de recursos ya comprometidos en proyectos de infraestructura vial y aeroportuaria que se vienen realizando a lo largo del territorio nacional. Además, se desembolsarían los primeros pagos para los proyectos de construcción de infraestructura en el marco de las concesiones de cuarta generación (4G). Cabe señalar que el cumplimiento de la Ley de Garantías también podría restringir el pago de algunos proyectos de inversión hacia la segunda mitad del año. Para el caso de la construcción de edificaciones, el impulso sería principalmente resultado de la ejecución de los programas de construcción de viviendas con fines sociales que adelanta el gobierno nacional, sin desconocer al resto de edificaciones, que también contribuirían a la expansión del PIB.

Se proyecta un buen crecimiento de las exportaciones tradicionales y no tradicionales, que contrasta con una eventual caída de las importaciones.

Con respecto a las cuentas de comercio exterior en pesos constantes, se prevén dinámicas diversas: mientras que para las exportaciones se pronostica un buen comportamiento, para el caso de las importaciones se proyectan caídas significativas. En el primer caso el crecimiento de las exportaciones tradicionales sería reflejo del incremento proyectado de las cantidades producidas de carbón, café y petróleo, como se expondrá más adelante. Por su parte, las no tradicionales (que incluyen servicios) se beneficiarían de la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal, incluso a pesar de una demanda externa débil. Para el caso de las importaciones, el mal desempeño sería reflejo de la desaceleración prevista para la

Los sectores que más contribuirían a la expansión del PIB en 2015 serían la construcción, los servicios sociales comunales y personales, y los servicios financieros.

demanda interna y, en particular, de la caída de la inversión privada en bienes de capital (cuyo componente importado es alto). Adicionalmente, se contempla una posible sustitución de demanda importada por local, debido al incremento en los costos asociados con la depreciación del peso.

Por el lado de la oferta, los sectores que contribuirían en mayor medida a la expansión del PIB serían construcción, servicios sociales, comunales y personales (afín con lo descrito anteriormente), y servicios financieros. Se espera que sectores como la minería y la industria, que sufrieron choques de oferta el año pasado, registren tasas de crecimiento mayores que las observadas en 2014. En general, para el resto de los sectores se esperan algunas desaceleraciones, sobre todo para los no transables.

En particular, los servicios financieros continuarían contribuyendo de manera activa a la expansión de la economía colombiana, lo que se atribuye a su alta participación sectorial (19,6%) y al crecimiento de la cartera que, pese a alguna ralentización en su ritmo, sigue conservando un buen desempeño. Adicionalmente, las tasas de interés reales siguen siendo relativamente bajas con respecto a los promedios históricos.

Para el sector de la minería en este informe se contempla que continúe la recuperación de la producción de carbón en lo que resta de 2015, luego de los problemas de orden público y de transporte que complicaron su cadena de producción en 2013 y 2014. En los nuevos pronósticos su producción crecería por encima del conjunto de la economía colombiana para todo 2015, con una proyección de alrededor de 95 millones de toneladas. Para el petróleo se mantuvo el supuesto de producción de hace tres meses, de cerca de 1'020.000 barriles diarios en promedio. Cabe señalar que, pese a los recientes indicadores tanto de los precios de petróleo como del carbón, las inversiones realizadas en los años anteriores en la infraestructura de transporte de dichos productos deberían contribuir a mejorar sus tasas de crecimiento. No obstante, se estima que su expansión anual se ubicaría por debajo de las tasas de dos dígitos observadas entre 2008 y 2011 (11,4% en promedio).

Con respecto a la industria, el pronóstico para 2015 prevé una recuperación, basada en los esfuerzos de inversión efectuados en años anteriores, en la diversificación de productos y de mercados de exportación y en la contribución que la reciente depreciación del peso genere en términos de competitividad del sector. Adicionalmente, cabe señalar que se espera que la reapertura de Reficar en el segundo semestre implique un salto importante en la producción de derivados del petróleo, cuya participación en el PIB de la industria se encuentra alrededor del 12,5%. Sin embargo, algunas ramas seguirían enfrentando competencia de las importaciones, de acuerdo con la percepción reportada por los empresarios en las encuestas de la ANDI.

Para 2015 se prevé una recuperación de la industria, fruto de los esfuerzos de inversión en años anteriores, la diversificación de productos y mercados, y la ganancia en competitividad por la depreciación del peso.

Por su parte, para el sector agropecuario se espera un comportamiento dispar para 2015. La producción de café continuaría contribuyendo de manera importante al crecimiento del valor agregado sectorial, aunque menos que lo observado en 2014. Se contempla una producción de 12,6 millones de sacos de sesenta kilogramos,

Se espera una recomposición del crecimiento entre las actividades transables y no transables: una aceleración en las primeras y una disminución del ritmo de expansión de las segundas.

cifra similar a la esperada por la Federación Nacional de Cafeteros (Fedecafé), lo que implicaría una expansión de 5,0%. Por el contrario, el sacrificio de ganado contrarrestaría dicha dinámica por la continuación del ciclo de retención ganadera.

Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del PIB en el escenario más probable se ubica alrededor de 3,2% para 2015, con un rango más probable entre 2,0% y 4,0%. Al igual que en el informe trimestral anterior, la amplitud del presente rango continúa siendo elevada, ya que existe una alta incertidumbre de los contextos local e internacional. Se espera una recomposición del crecimiento entre actividades transables y no transables, y una aceleración en las primeras con respecto a una disminución en el ritmo de expansión de las segundas. El piso y el techo del intervalo de pronóstico están relacionados con los escenarios bajo y alto del contexto internacional, presentados en el capítulo I, y estarían asociados con un menor o mayor grado de acceso al financiamiento externo. Adicionalmente, en esta oportunidad la amplitud de los intervalos también recoge los posibles efectos que la caída del petróleo tenga sobre el ingreso nacional.

En el ejercicio de pronóstico predominan los sesgos a la baja (Cuadro 7), como se evidencia en el balance de riesgos que se muestra en los *fan chart* de crecimiento, aunque en esta oportunidad son menores que hace tres meses (gráficos 40 y 41). Los principales están asociados con un menor desempeño del consumo e inversión públicos, así como con un menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales. También, se contempla un mayor impacto de la caída del precio del petróleo sobre el ingreso nacional y la inversión frente a lo previsto en la senda central.

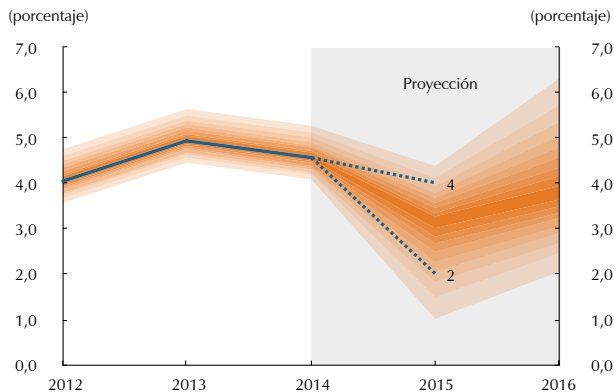
A pesar de la alta incertidumbre incorporada en el balance de riesgos (Gráfico 40), para 2016 se prevé un crecimiento algo mayor de la actividad económica. En principio, se estima una recuperación del crecimiento de nuestros principales socios comerciales, así como una mejor dinámica, aunque parcial, de las cotizaciones internacionales del petróleo. Lo anterior tendría efectos positivos sobre la dinámica de la demanda interna. Se prevé que el consumo de los hogares registre expansiones mayores que las que se observarían en 2015, y que las exportaciones

Cuadro 7
Rangos de probabilidad del *fan chart* del crecimiento anual del PIB (porcentaje)

Rango	2015	2016
< 3,0	65,0	28,0
3,0-4,0	29,0	30,0
4,0-5,0	6,0	24,0
5,0-6,0	0,0	12,0
6,0-7,0	0,0	4,0
> 7,0	0,0	1,0
Entre 3 y 5	35,0	54,0
Entre 2 y 4	65,0	51,0

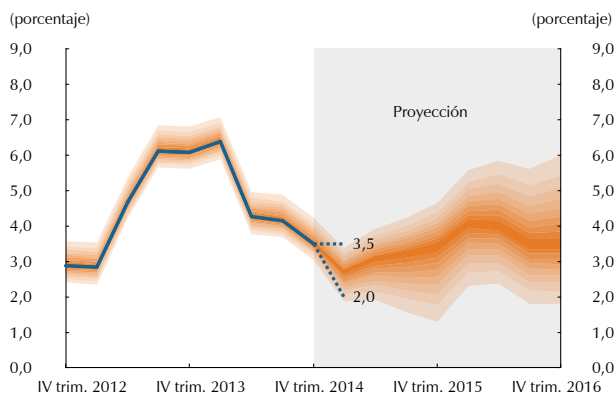
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 40
Fan chart del crecimiento anual del PIB



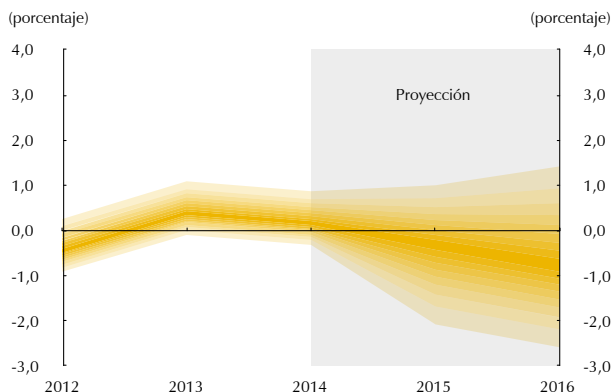
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 41
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 42
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

(tanto tradicionales como no tradicionales) muestren crecimientos buenos. Cabe señalar que no se tiene certeza sobre el comportamiento del consumo público y del gasto de inversión en obras civiles, aunque se prevé que este último (en particular aquel gasto destinado a obras de infraestructura vial y aeroportuaria) contribuya a la expansión del PIB.

Las estimaciones más recientes de la brecha del producto para el escenario central sugieren que esta habría sido positiva en 2014 y que en 2015 se ubicaría en terreno negativo. Frente a la presentada en el informe de diciembre, la actual brecha es un poco más positiva en 2014 y más negativa en 2015. Debe tenerse en cuenta la elevada incertidumbre asociada con esta estimación. Así, de acuerdo con el balance de riesgos que se muestra en el Gráfico 42, en 2014 la brecha habría sido positiva, con una probabilidad del 76%. Para 2015 esta probabilidad es de solo un 30%. Cabe señalar que estas estimaciones contemplan alguna reducción transitoria en el crecimiento del PIB potencial asociada con el choque a los términos de intercambio (ver Recuadro 3, pp 73-77).

Los modelos del Banco de la República sugieren que en 2014 la tasa de desempleo habría estado muy cerca de su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés). Sin embargo, dada la desaceleración económica, existe el riesgo de que la TD deje de caer, razón por la cual es posible que hacia 2015 este indicador se ubique por encima de la Nairu.

Por estos motivos, las presiones inflacionarias originadas en la demanda agregada y el mercado laboral habrían sido bajas durante 2014, y se anticipa que continuarán siéndolo durante 2015.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

En este informe la senda central del pronóstico de la inflación para los próximos trimestres tuvo un ajuste al alza significativo, de acuerdo con los dos principales modelos del Banco de la República (MMT y Patacon). La inflación alcanzaría un punto máximo entre

Se espera que en 2015 la transmisión de la depreciación siga generando presiones al alza en los precios transables.

marzo y junio de este año, para luego caer levemente en los siguientes trimestres, retornando al objetivo inflacionario de largo plazo (3,0%) entre 2016 y comienzos de 2017. El aumento en la senda de pronóstico se explica, fundamentalmente, por mayores previsiones de inflación en los componentes transable y de alimentos de la canasta del consumidor. En consecuencia, la senda central de pronóstico para la inflación al consumidor presenta una revisión importante al alza sobre el ajuste anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados. Al igual que en el informe anterior, se espera que la transmisión de la depreciación del peso siga impulsando al alza los precios de los transables a lo largo de todo 2015, pero de forma más acentuada durante los tres primeros trimestres, debido al rezago con que opera este traspaso (entre uno y dos trimestres) y por un aumento en el tipo de cambio, incluido en los modelos de pronóstico. El crecimiento anual del segmento de los transables sin alimentos ni regulados de la canasta del consumidor debería ubicarse por encima del 3,0% en todo 2015, registrando niveles sustancialmente mayores que los observados en los últimos cinco años, aunque mostrando disminuciones en 2016.

El aumento en la senda del tipo de cambio, que se incluyó en los modelos para lo que resta de 2015 y 2016, se explica en parte por los niveles superiores a los previamente pronosticados que ha tenido esta variable en lo corrido del año, como también por la previsión de un mayor déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Esto último estaría asociado con un déficit de la balanza comercial mayor frente al considerado en el informe anterior (véase el capítulo I). Todo esto genera una presión alcista sobre los pronósticos, incluso a pesar de que la senda central de pronóstico supone una transmisión baja de los movimientos del tipo de cambio sobre el IPC que, de acuerdo con las estimaciones más recientes, sería del 4% (un 10% de depreciación conlleva, todo lo demás constante, un aumento de la inflación anual de 40 pb en el mediano plazo).

El segundo factor que explica el incremento en la senda central de pronóstico de inflación son los mayores precios esperados para los alimentos. Los precios de esta canasta presentaron un repunte importante en los primeros meses del año, lo que estaría asociado con una oferta de alimentos más estrecha (en los bienes perecederos y semielaborados) que la observada en 2014. Este choque de oferta se atribuye, en parte, al aplazamiento de siembras debido a la incertidumbre que generó la presencia de un posible fenómeno de El Niño. Dicha situación tuvo un impacto negativo sobre la producción, el cual se prolongaría por algunos meses más (ver Recuadro 2, pp. 55-58). De igual forma, en los últimos dos años los precios bajos que presentaron algunos alimentos perecederos (papa, otros tubérculos, algunas hortalizas) y el arroz exacerbaron este efecto en las cosechas para el primer semestre de 2015, desencadenando una fase de precios altos que se puede sostener durante el segundo semestre del año. Asimismo, para los próximos trimestres se podría esperar un aumento en los costos de producción de los alimentos por el encarecimiento del dólar, especialmente en los insumos agrícolas importados. No obstante, estas presiones serían parcialmente contrarrestadas por los menores precios internacionales de las materias primas agrícolas, que estarían influenciadas por la caída del precio del petróleo.

Los efectos de los choques negativos de oferta en los alimentos se prolongarían por algunos meses más.

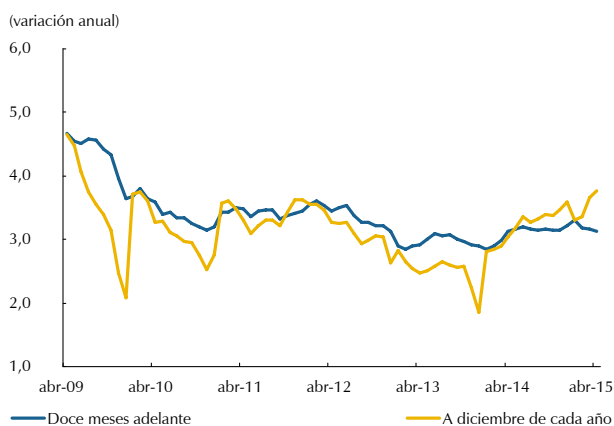
En este sentido, la variación anual de alimentos alcanzaría un máximo entre el primero y segundo trimestre de 2015 y descendería durante el resto del año, pero siempre manteniéndose por encima del 5,0%. Dicha tendencia bajista continuaría en 2016, llevando la variación anual de alimentos a niveles cercanos al punto medio del rango meta en la primera mitad del año, donde permanecería en el segundo semestre.

Debido al mayor pronóstico del IPC de transables, durante el resto del año en curso se espera un repunte adicional para la inflación básica, medida con el IPC sin alimentos (de acuerdo con el MMT). Esta canasta también estaría impulsada por los efectos de una indexación mayor que la de años anteriores, generada por el aumento en la inflación registrado en diciembre del año pasado y por incrementos en los costos de producción, capturados en los movimientos del IPP que, aunque han cedido en los últimos meses, aún se mantienen en niveles altos y se ven impulsados por la depreciación del peso. Con todo esto, en los siguientes dos trimestres la inflación sin alimentos continuaría aumentado, con una leve contracción hacia el final del año.

Los choques en la oferta de alimentos y en el tipo de cambio, contemplados en la senda central de pronóstico, afectarían de manera transitoria a la inflación anual al consumidor, con lo cual se espera que las expectativas de esta variable no se desanclen de manera importante con respecto al rango meta. Cabe mencionar que un aumento prolongado en las expectativas de inflación, por encima de la meta de largo plazo, podría conducir a una revisión de precios y salarios, que podría ser incompatible con la misma (véase el balance de riesgos).

Al respecto, las expectativas de la encuesta mensual del Banco de la República a los analistas del mercado financiero efectuada en abril para diciembre de este año se situaron en 3,8%, cifra mayor a la esperada hace un trimestre. Según los agentes de mercado, la misma encuesta muestra que la inflación esperada a doce meses es de 3,1%, 9 pb menos que lo obtenido en el informe anterior (Gráfico 43).

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

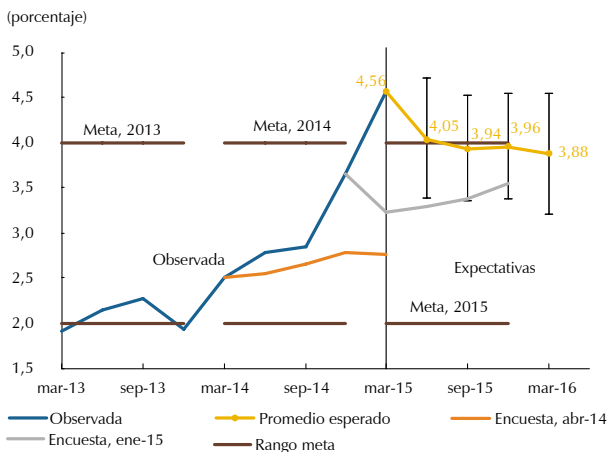


Fuente: Banco de la República.

A partir de diciembre de 2014 esta encuesta también incluye información a dos años, con una expectativa para abril de 2017 de 3,2%. Por su parte, la encuesta trimestral del banco realizada a empresarios muestra unas expectativas de inflación a doce meses de 3,9%, frente a una cifra de 3,6% recogida en la encuesta anterior (enero de 2015) (Gráfico 44). Finalmente, las estimaciones obtenidas a partir de las tasas de interés de los TES a diferentes plazos señalan que a finales de abril las expectativas de inflación para dos, tres y cinco años se situaron en 3,68%, 3,53% y 3,45%, respectivamente (Gráfico 45).

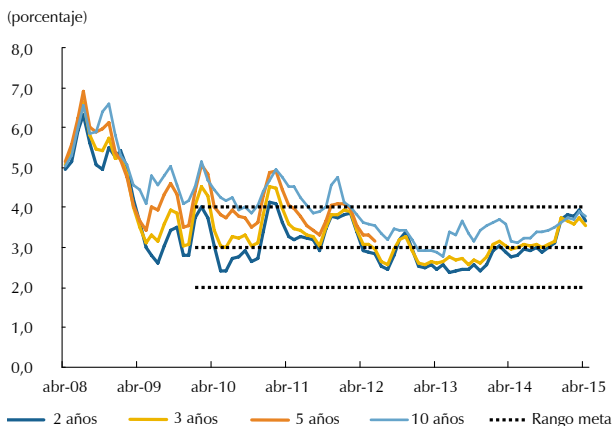
Por otra parte, en ese informe se observaron presiones a la baja por la caída pronunciada en los precios de los combustibles locales, entre las que se destaca la

Gráfico 44
Inflación observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, nueve y doce meses)
(inflación anual)



Nota: para cada expectativa se presenta su respectiva desviación estándar.
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 45
Expectativas de inflación derivadas de los TES
(a dos, tres, cinco y diez años)
(promedio mensual)^{a/}



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

decretada por el Gobierno a finales de febrero, la cual fue de 300 pesos. En consecuencia, la senda central de pronóstico incluye una disminución significativa en el precio de la gasolina al consumidor a lo largo de todo 2015, pero que se concentra en el primer semestre. En virtud de lo anterior, la variación anual prevista del IPC de regulados decayó frente a lo presentado en el informe pasado. Se espera que el crecimiento anual del IPC de regulados continúe desacelerándose en los próximos tres trimestres para situarse por debajo del 3%, como respuesta, principalmente, a una caída en el precio de la gasolina local, que se supone sería del 10% para todo 2015.

El pronóstico anterior también contempla un posible ajuste al alza en las tarifas del gas domiciliario para lo que resta de 2015, dado que los nuevos contratos firmados en 2014 contemplan ajustes de magnitud importante para el año en curso, reflejo de disminución en las reservas, la desregulación del mercado de La Guajira, dificultades estructurales para transportar este producto y el impacto de El Niño sobre la disponibilidad del gas para atender la mayor demanda de la generación de energía térmica.

En cuanto a la energía eléctrica, para el año 2015 las estimaciones siguen suponiendo un aumento menor al observado en el año 2014 (9,0%), teniendo en cuenta que el sistema de generación hidroeléctrica presenta pocos excesos de capacidad productiva, dada las proyecciones de la demanda. Esto incluso después de la entrada en operación de Hidro-Sogamoso en 2014.

La revisión a la baja en el pronóstico del PIB para 2015 condujo a estimar una brecha del producto más negativa, como se muestra al inicio de este capítulo. Por tanto, se estiman escasas presiones de demanda para 2015 e incluso presiones a la baja a un horizonte superior a un año. La brecha del producto que se presenta en este informe contempla una caída permanente en el precio del petróleo, lo que afectaría tanto el PIB observable como el potencial.

De acuerdo con estas estimaciones, para la variable más susceptible a cambios en la demanda: el IPC de no transables sin alimentos ni regulados, se espera cierta estabilidad hasta el tercer trimestre de 2015 en torno a 3,6%, para caer levemente hacia finales de año. Cabe resaltar que estos niveles son algo superiores a los presentados en el informe anterior. Para el año 2016, continuaría esta tendencia a la baja, pero siguiendo una senda superior a la obtenida hace tres meses y situándose

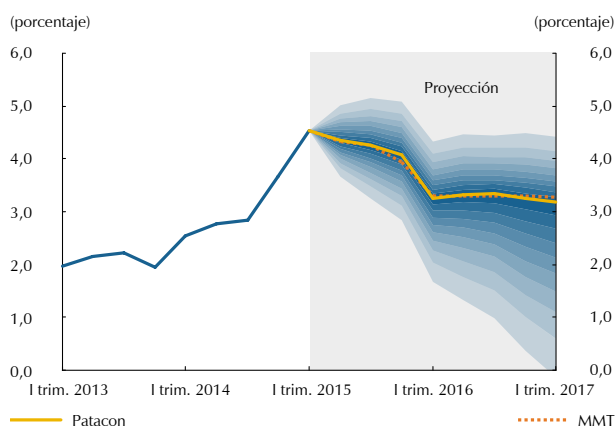
ligeramente por encima del punto central del rango meta. Es importante recordar que los choques de demanda afectan los precios al consumidor en Colombia, con un rezago de entre tres y seis trimestres.

Por último, la nueva senda central de pronóstico contiene pocas presiones de costos en general. En cuanto a los costos laborales, se pronostica que el menor desempeño económico esperado para 2015 induciría a una recuperación menos dinámica del empleo, frente a lo observado en el pasado reciente, limitando los ajustes de los salarios. Con respecto a los demás costos, para lo que resta de este año se prevé una relativa estabilidad, o incluso una caída, en los precios internacionales de las materias primas importadas o producidas por el país, lo que compensaría de manera parcial las presiones provenientes del encarecimiento del dólar. Igualmente, los costos del transporte se reducirían por el menor precio del combustible local y porque durante el primer trimestre de este año el índice de costos del transporte de carga del DANE ya venía señalando ajustes anuales (0,4%) inferiores a los observados en el mismo período del año pasado (1,48%).

2. Balance de riesgos

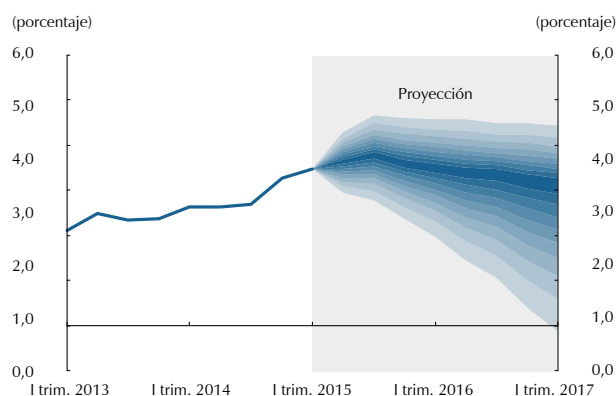
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 46 y 47. En esta ocasión se mantuvo la amplitud del balance anterior, debido a que se contempla una gran incertidumbre relacionada con el desempeño económico de los socios comerciales, la dinámica de la demanda interna y los precios de los alimentos, entre otros. Como se mencionó, parte de los riesgos alcistas identificados en el informe anterior se han materializado en los últimos meses. Adicionalmente, la senda central de pronóstico de inflación aumentó de manera considerable y todo esto en conjunto justifica un cambio en el sesgo para 2015, el cual se fija a la baja, al igual que el del año 2016.

Gráfico 46
Fan chart de la inflación total



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

Gráfico 47
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

El entorno internacional sigue generando riesgos a la baja sobre la demanda y, por esta vía, sobre los precios.

Los principales riesgos a la baja son:

Una demanda externa menor a la prevista en la senda central de pronóstico: En este informe se observa un riesgo bajista importante relacionado con un desempeño económico global menos dinámico, con particular énfasis en los países de la región. En consecuencia, si bien el escenario central ya tiene en cuenta una reducción considerable en los supuestos de crecimiento económico de los socios comerciales para 2015 y 2016, aún se perciben factores de riesgo que podrían llevar a una dinámica aún más lenta en las economías de los socios comerciales.

En primer lugar, el impacto de las caídas de los precios de los bienes básicos en los términos de intercambio de los países de la región puede ser mayor al esperado, en particular si se acentúa la tendencia decreciente de sus precios. Sobre el resto de economías también se ciernen riesgos bajistas importantes. En el caso de China, por ejemplo, el funcionamiento del sector bancario no regulado o informal y el impacto que esto pueda tener sobre el desempeño del mercado de vivienda, así como el débil desempeño de su balanza comercial, pueden generar una desaceleración económica más marcada de lo previsto.

De igual forma, la actividad económica en los Estados Unidos no ha mostrado una dinámica favorable en lo corrido del año. Como se mencionó en el capítulo 1 de este informe, sus principales indicadores muestran un retroceso en el ritmo de crecimiento, el cual, de extenderse, podría implicar una dinámica menor que la considerada en la senda central de pronóstico y, por último, al igual que hace un trimestre, la zona del euro continuaría mostrando un riesgo moderado a la baja, el cual se relaciona con la incertidumbre generada por los problemas de deuda de Grecia y las dudas sobre la continuación de sus fuentes externas de financiación.

La materialización de todos estos riesgos conduciría a un desempeño económico global más débil de lo considerado en el escenario central, lo que para Colombia podría traducirse en una demanda externa más débil y en una menor confianza de inversionistas y consumidores, afectando así el dinamismo de la demanda interna y ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación al consumidor.

Un menor crecimiento interno que el contemplado en el escenario central por factores internos: Aunque la senda central de pronóstico de crecimiento para 2015 supone un menor dinamismo en el consumo público y privado que el del año anterior, estos agregados continuarían apoyando de forma considerable el crecimiento de la economía. Sin embargo, sobre este pronóstico se cierne un riesgo bajista importante. En primer lugar, un menor precio del petróleo afecta fuertemente a los ingresos públicos, los cuales se verán disminuidos de forma sustancial y podrían implicar recortes en los recursos para varios proyectos del Gobierno. Si a esto se suma que puede existir el riesgo de una menor financiación externa, incluso con respecto a los nuevos supuestos de inversión contemplados en el escenario central, entonces podría haber dificultades para obtener los recursos esperados. Adicionalmente, la inversión privada también podría reducirse más de lo contemplado a

El menor precio del petróleo afecta los ingresos públicos y podría llevar a reducir el gasto y ejercer presiones a la baja sobre la inflación.

Una demanda más débil podría ir acompañada de una brecha del producto menor.

causa de la menor perspectiva de dinamismo interno y un eventual choque a los indicadores de confianza.

Por otro lado, la menor dinámica de la demanda podría ir acompañada por una brecha del producto más negativa que podría originarse, en parte, debido a factores como las disminuciones de gran magnitud en los términos de intercambio.

Pese a todo lo anterior, cabe mencionar que en el caso de que este riesgo se materialice, podría haber una compensación en el hecho de que se presente una menor transmisión de la depreciación del tipo de cambio en la inflación al consumidor, si se tiene en cuenta que dicho traspaso depende positivamente de la fase del ciclo económico en el cual se encuentre la economía.

La materialización de todos estos riesgos podría implicar un menor dinamismo de la demanda interna, así como una brecha del producto más negativa. Esto reduciría, por debajo de lo esperado, las presiones de demanda sobre los precios y, en particular, sobre el IPC de no transables.

Menores precios de los alimentos con respecto a lo contemplado: Como se ha mencionado, en lo corrido del año se han observado choques de oferta importantes en los precios de los alimentos que llevaron a fuertes aumentos en sus precios. Dichas variaciones fueron considerablemente mayores a las pronosticadas, especialmente en los bienes perecederos y algunos procesados. Esta dinámica explica, en gran parte, el aumento en la senda central de pronóstico del *fan chart*. Sin embargo, ante tal comportamiento, es posible que se generen reversiones importantes en los precios hacia el último trimestre de este año y comienzos de 2016.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta que todos estos choques ocurrirían en medio de la presencia de un fenómeno de El Niño que, incluso siendo leve, puede aumentar la intensidad de la caída de los precios de los alimentos hacia el segundo semestre del año, como ha acontecido en circunstancias anteriores (véase el Recuadro 2, pp. 55-58). Así, es posible que se observe una caída importante en los precios de los alimentos hacia el final de 2015 más fuerte que la que ha sido incorporada en la senda central de pronóstico.

Por su parte, algunos riesgos al alza según este informe son:

Los agentes podrían sobrereaccionar ante aumentos en la inflación y así modificar sus expectativas de precios.

Desanclaje de las expectativas de inflación: En el último trimestre la inflación aumentó de forma importante y se ubicó por encima del techo del rango meta de largo plazo. Además, como se mencionó, es probable que continúe en dichos niveles durante una gran parte del año en curso. Si bien las alzas obedecen a choques transitorios, existe el riesgo de que los agentes perciban estos aumentos como duraderos y que sobrereaccionen ante esto, modificando sus expectativas al alza de forma considerable. Esto generaría presiones alcistas permanentes en los precios que no han sido contempladas en la senda central de pronóstico de este informe.

No se descarta una disminución de los servicios regulados menor a la estimada.

Menores caídas en los precios de los bienes y servicios regulados a las consideradas en la senda central de pronóstico: La tendencia descendente marcada que ha tenido el precio del petróleo desde finales de junio de 2014, junto con el traspaso que su efecto tendría hacia los precios de los combustibles, llevaron a suponer una disminución del 10% en el IPC de este último rubro para todo 2015. Esto contempló el hecho de que la contracción proyectada del precio del petróleo (cuya caída promedio entre junio de 2014 y marzo de 2015 fue del 50%) superaría ampliamente las presiones alcistas del tipo de cambio esperadas en este informe. Al respecto, se tiene en cuenta que el precio interno de la gasolina depende de los precios internacionales, que a su vez reaccionan frente a cambios en la cotización del petróleo. Sin embargo, la dinámica reciente del precio del crudo y su mayor pronóstico (véase el capítulo I) hacen menos probable que se sigan observando reducciones en el precio interno de la gasolina. Por otra parte, en la actualidad existe una incertidumbre importante sobre el efecto neto de la variación de sus cotizaciones en los precios locales de los combustibles, una vez se descuenta el impacto al alza generado por la depreciación del tipo de cambio. De esta forma, no se puede descartar que la disminución en estos precios sea menor a la contemplada en el escenario central de pronóstico.

Si se considera que los combustibles representan alrededor del 3% de la canasta del consumidor y que, a su vez, constituyen un insumo importante para un gran número de sectores económicos, es posible que una caída menor que la esperada en este producto induzca una senda central de inflación más alta con respecto a lo planteado en los pronósticos de este informe.

Finalmente, también cabe mencionar que, en contrapeso a este riesgo, se cuenta con que para 2015 puede ocurrir una disminución en las tarifas de aseo, acueducto y alcantarillado, al entrar en vigencia el proyecto de un nuevo marco tarifario para el sector, de acuerdo con lo anunciado por el Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio, cuyas rebajas no han sido contempladas plenamente en la senda central de pronóstico¹¹.

Con todo esto, luego de ponderar los distintos riesgos en los *fan chart*, se estima que la probabilidad de que en 2015 y 2016 la inflación total se ubique en un rango entre 2% y 4% es del 50% y 57%, respectivamente (Cuadro 8). Es importante tener en cuenta que la senda central de pronóstico presentada en este informe supone una política monetaria activa, con tasas de interés que se ajustan para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación en el largo plazo.

La probabilidad de que la inflación se ubique entre 2% y 4% sigue siendo alta.

11 Véase la resolución CRA 710 de 2015.

Cuadro 8
Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación total
(porcentaje)

Rango	Dic-15	Dic-16
< 2,0	0,3	33,4
2,0-2,5	1,7	13,5
2,5-3,0	6,5	15,2
3,0-3,5	16,1	15,7
3,5-4,0	26,1	12,7
> 4	49,2	9,6
Entre 2 y 4	50,4	57,0

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Recuadro 3

CHOQUE DURADERO EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO: IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA EN MODELOS DE EQUILIBRIO GENERAL

Franz Hamann
Jesús Bejarano
Joao Hernández*

Las consecuencias macroeconómicas de la reciente caída del precio internacional del petróleo implican un reto para la estrategia de inflación objetivo en economías pequeñas, abiertas y exportadoras de este *commodity*. Por una parte, existiría un efecto negativo sobre la actividad económica, el ingreso nacional y la demanda agregada, lo que se manifestaría en un menor ritmo de crecimiento. Por la otra, se registraría una depreciación del tipo de cambio y su efecto alcista sobre los precios y la inflación.

Una de las preguntas que surge ante la caída de los precios internacionales es si se espera que sea transitoria o permanente, puesto que las implicaciones para la política monetaria son diferentes frente a choques permanentes que aquellas que se derivan de choques transitorios.

Los efectos macroeconómicos de los choques transitorios tienden a ser contrarrestados con políticas contracíclicas y están bien documentados en la literatura de los ciclos económicos. Estos choques no implican un ajuste de largo plazo de la economía y, por ende, los precios y las cantidades de largo plazo no varían ante su ocurrencia. Por el contrario, los choques permanentes inducen cambios de largo plazo en los precios y las cantidades, por lo que sus efectos son menos comprendidos.

Considerando la posible existencia de un choque persistente en el precio del petróleo y la poca documentación acerca de sus efectos, es necesario evaluar sus implicaciones en modelos de equilibrio general, los cuales permitan capturar todos los canales que pueden existir en la transmisión del choque. Para tal fin, en este recuadro se resumen los resultados de tres modelos macroeconómicos de política monetaria en una economía petrolera, desarrollados en el Banco de la República y calibrados con datos de Colombia.

El primero, el Fisco¹, es un modelo fiscal y monetario de equilibrio general dinámico y estocástico diseñado para Colombia. Una de sus características más importantes, además de la existencia de rigideces nominales de precios y la transmisión incompleta de la tasa de cambio sobre la inflación, es que el sector minero genera ingresos para el sector privado y el gobierno. Además, en la economía representada por el modelo el banco central y el gobierno son agentes independientes. El objetivo del banco central es cumplir con una meta de inflación básica, para lo cual utiliza la tasa de interés como su instrumento. El objetivo del gobierno es mantener un nivel determinado de balance fiscal estructural (como porcentaje del PIB), para lo cual dispone de múltiples instrumentos, tales como tasas impositivas y gasto público. El gobierno cubre su gasto con los impuestos al sector privado, con los ingresos mineros y con deuda interna y externa. El gasto de funcionamiento del gobierno impacta únicamente a la demanda agregada, mientras que su inversión afecta tanto a la demanda agregada como a la producción de las firmas, ya que el capital público es un factor de producción.

Como muestra el Gráfico R3.1, ante una caída persistente de los precios internacionales del petróleo, el modelo Fisco predice una reducción permanente del PIB, tanto el de precios flexibles² como el de precios rígidos, ocasionada por la disminución permanente del nivel de ingresos de los hogares. Igualmente, se observa una depreciación real y un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En el caso de precios rígidos, la caída del PIB es aún mayor, dado que los precios de los bienes se demoran más tiempo en ajustarse, lo que ocasiona una mayor contracción de la demanda y, por tanto, una brecha negativa del producto. Como en este caso el PIB de precios rígidos presenta una mayor caída que el de precios flexibles, se requiere una mayor depreciación, bajo precios rígidos, para ajustar la cuenta corriente. La caída de la demanda implica disminuciones en el consumo de todos los bienes (locales e importados) y, por ende, en su respectivo precio. No obstante, la depreciación ocasiona aumentos en el precio de los bienes importados, lo que genera

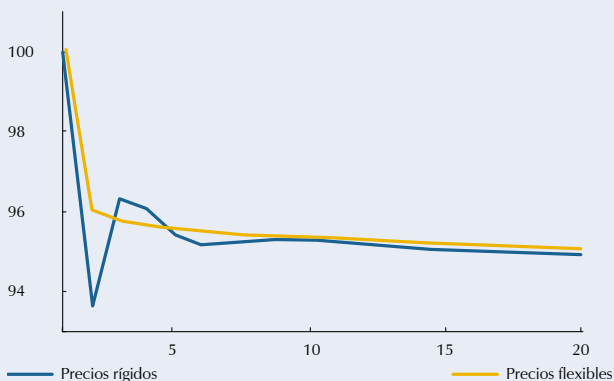
* Los autores son, en su orden, director, jefe de sección y profesional del Departamento de Modelos Macroeconómicos. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Rincón, H.; Rodríguez, D.; Toro, J.; Téllez, S. (2014). "Fisco: modelo fiscal para Colombia", Borradores de Economía, núm. 855, Banco de la República.

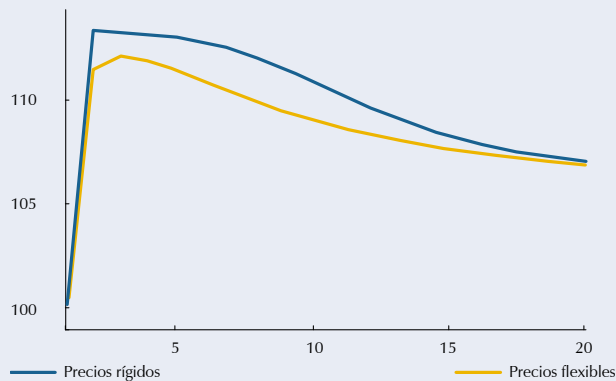
2 El PIB de precios flexibles es aquel producto que se obtiene si todos los precios y salarios de la economía fueran flexibles y no existieran rigideces reales. En el marco de los modelos de equilibrio general, se puede entender como el PIB potencial. Para más detalles véase el "Recuadro 2: El producto potencial, su uso y métodos de estimación en Colombia", Informe al Congreso, Banco de la República, marzo 2014

Gráfico R3.1
Efectos de una caída permanente de los precios internacionales del petróleo en el modelo Fisco

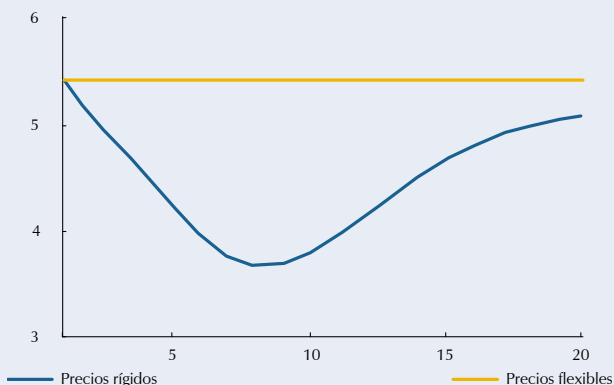
A. PIB



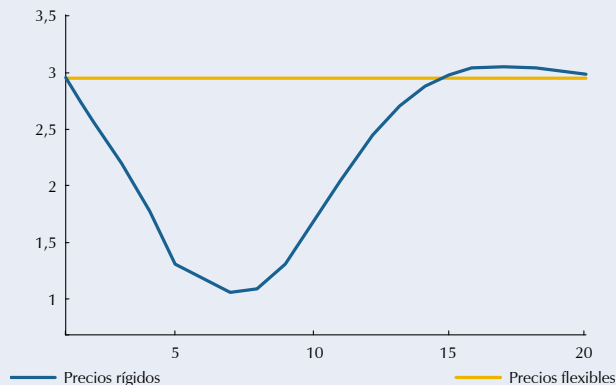
B. Tasa de cambio real



C. Tasa de interés de política



D. Inflación total



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

un efecto ambiguo sobre el índice de precios al consumidor (IPC). En el caso del Fisco, las estimaciones econométricas implican una mayor participación de los bienes producidos internamente dentro de la canasta de consumo, lo que genera un efecto dominante de su precio dentro del IPC y, en consecuencia, una disminución de la inflación total. Como resultado, el banco central observa la caída del producto y la reducción de la inflación total, reduciendo su tasa de interés.

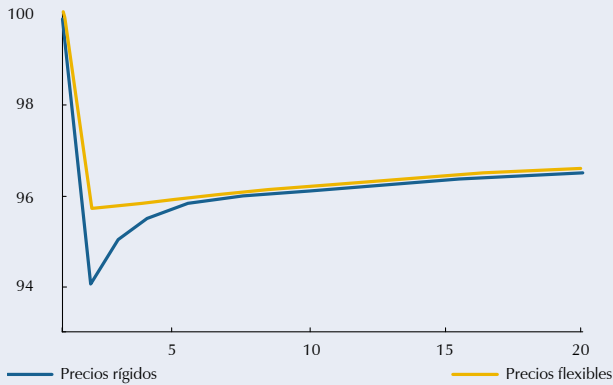
El segundo modelo que se considera es un modelo neokeynesiano simple de una economía abierta que supone que el petróleo es un recurso extraíble, y enfatiza la importancia del canal de tasa de cambio real y el papel de las primas de riesgo³. Una de las principales características del modelo

es que la economía puede financiarse en los mercados internacionales y que dispone de reservas de petróleo, de las cuales extrae óptimamente cierta cantidad para exportarla al mercado internacional del crudo a un precio determinado. Las ventas externas representan una fuente de ingresos para las familias. La economía no petrolera se compone de dos sectores: uno transable (de oferta fija, pero que los hogares demandan a los precios internacionales, los cuales se suponen flexibles) y otro no transable (que usa trabajo y "gasolina" para producir servicios no transables, los cuales son demandados por los hogares). El banco central emplea una regla de Taylor que tiene como objetivo estabilizar la inflación alrededor de una meta de largo plazo. Todos los precios de la economía se denominan en pesos, por lo que el modelo captura tanto el efecto del aumento de la inflación generado por la depreciación nominal (*pass through*), como el del aumento del valor de las exportaciones netas en pesos. La tasa de interés que enfrentan los agentes en los mercados internacionales depende, no solo de la relación de deuda externa con respecto al PIB, sino también del valor

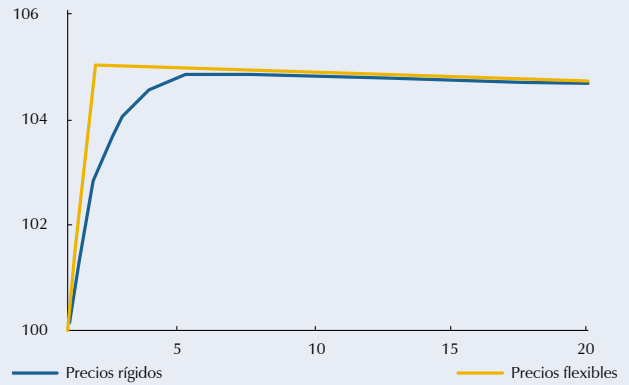
3 Bejarano, J.; Hamann, F.; Rodríguez, D. (2015). Monetary policy implications for an oil-exporting economy of lower long-run international oil prices. Borradores de Economía 871, Banco de la República de Colombia.

Gráfico R3.2
Efectos de una caída permanente de los precios internacionales del petróleo en el modelo neokeynesiano simple

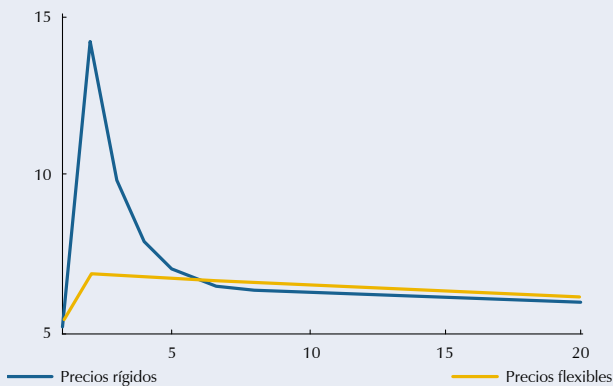
A. PIB



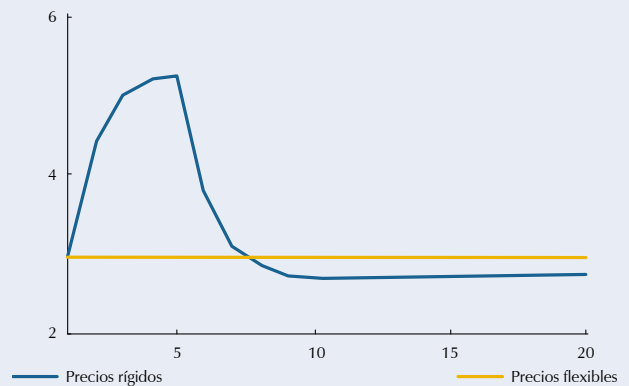
B. Tasa de cambio real



C. Tasa de interés de política



D. Inflación total



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

de las reservas de petróleo. La oferta de trabajo en el sector no transable depende exclusivamente del salario real.

Como muestra el Gráfico R3.2, al igual que en el Fisco, el modelo neokeynesiano simple predice una disminución permanente de los ingresos de los hogares, ocasionada por la caída en los precios internacionales del petróleo, lo que genera una reducción permanente del PIB de precios flexibles y de precios rígidos. De la misma forma, se presenta una depreciación real, ocasionada, en este caso, no solo por la disminución de la deuda externa de la economía, sino también por la caída en el nivel de precios de los bienes no transables, que se genera por la disminución en la demanda agregada. Igualmente, se observa una brecha negativa del producto que responde, similar al Fisco, a la rigidez de los precios, en este caso del sector no transable. En cuanto a la inflación, la predicción del modelo neokeynesiano cambia radicalmente con respecto a la del Fisco, y este cambio se debe al grado de *pass through* de la economía. En este modelo, a pesar de que hay una caída en el nivel de precios de los bienes no transables, predomina el aumento del nivel de

precios de los bienes transables, ocasionado por la depreciación real y el *pass through* perfecto (dado que no existen rigideces nominales en el sector de bienes transables). De esta manera, el banco central encara un dilema en su decisión de política monetaria, pues se enfrenta a un escenario donde existe una caída del producto, pero un aumento en el nivel de inflación total, por lo que su respuesta depende de la importancia relativa que tengan estas variables dentro de su regla de política. En el caso del modelo neokeynesiano, esta regla depende exclusivamente del comportamiento de la inflación total, razón por la cual el modelo propone un aumento de la tasa de interés.

El tercero, el modelo neokeynesiano con sector financiero, se desprende del anterior y además supone una oferta variable para bienes de consumo transables y no transables, y la existencia de producción de bienes de capital transables y no transables. El empleo puede variar libremente entre ambos sectores. Adicionalmente, existen unos intermediarios financieros que captan el ahorro de los hogares y lo pueden canalizar a las firmas en forma de crédito a los sectores transables

y no transables. El resto de elementos de este modelo son idénticos al del anterior, con excepción de la gasolina como insumo productivo.

Como muestra el Gráfico R3.3, en este modelo la caída de los precios internacionales del petróleo tiene los mismos efectos sobre el PIB y la depreciación real que en los dos modelos anteriores, debido a los mecanismos de transmisión previamente descritos. En cuanto a la inflación y a la tasa de interés de política, se presenta un aumento de estas dos variables, ocasionado por el hecho de que en este modelo, al igual que en el nekeynesiano simple, se presenta un efecto dominante del *pass through* y una regla de política que depende únicamente de la inflación.

De los resultados de estos tres modelos, donde se asume un choque petrolero permanente, se destacan tres conclusiones principales. En primer lugar, que la reducción permanente en el nivel de ingresos de los hogares implica una caída del PIB de precios flexibles de la economía, es decir, hay una contracción del PIB potencial. En el corto plazo, el ajuste lento de los

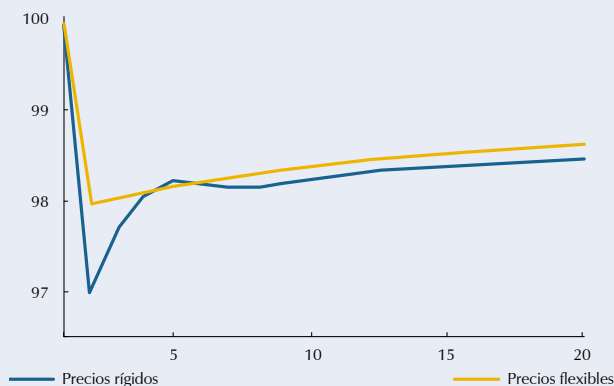
precios implica una mayor caída de la demanda agregada, lo que ocasiona brechas negativas del producto y, por tanto, disminuciones en el nivel de precios de los bienes locales.

En segundo lugar, se registra una depreciación real ocasionada por el déficit en la cuenta corriente y por la caída del precio de los bienes no transables. Esta depreciación genera un aumento del nivel de precios de los bienes importados en el caso del Fisco y transables en el caso de los modelos nekeynesiano simple y nekeynesiano con sector financiero.

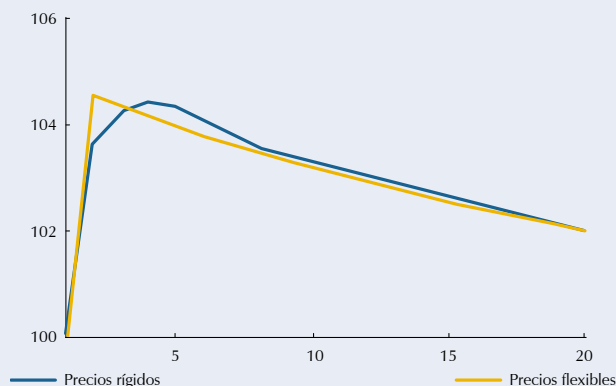
En tercer lugar, el efecto final del choque sobre la inflación va a depender del mecanismo dominante entre el aumento generado por la depreciación nominal (*pass through*) y la reducción de los precios de los bienes producidos internamente. En el caso de los dos modelos nekeynesianos, el efecto dominante es el *pass through*, lo que implica un aumento de la inflación. Caso contrario es el del Fisco, donde el efecto dominante es la disminución del nivel de precios de los bienes producidos localmente, por lo que se presenta una caída de la inflación.

Gráfico R3.3 Efectos de una caída permanente de los precios internacionales del petróleo en el modelo nekeynesiano, incluyendo el sector financiero

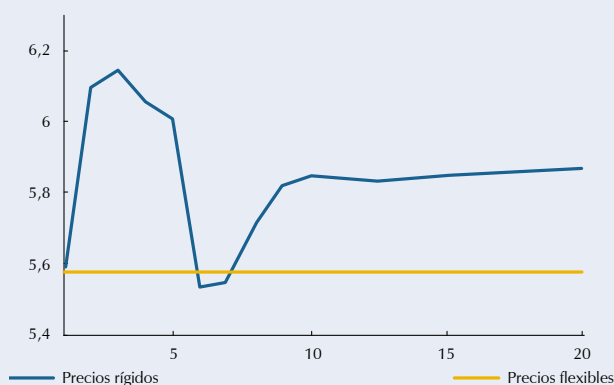
A. PIB



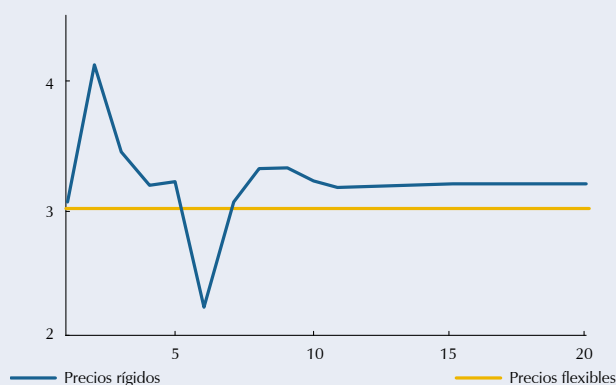
B. Tasa de cambio real



C. Tasa de interés de política



D. Inflación total



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

Finalmente, como resultado de este choque, el banco central le presta atención a una brecha de producto negativa, frente a la cual podría enfrentar un dilema de política, dependiendo del efecto dominante entre la variación de los precios de los bienes transables y de los bienes no transables. Si la inflación de los bienes transables es alta y domina a la disminución de los precios de los bienes no transables, el banco tendrá que actuar frente a una inflación por encima de su meta de largo plazo. La reacción de política dependerá de la importancia que el banco central

le asigne a la estabilidad de los precios y al crecimiento de la economía. Como este es el escenario contemplado por los dos modelos nekeynesianos, y suponiendo que al banco central solo le importa la inflación total, entonces la prescripción de política de este modelo es incrementar la tasa de interés. Por el contrario, si la inflación de los bienes transables resulta dominada por la de los bienes no transables, no existiría dilema. Por tanto, la respuesta de política sería reducir la tasa de interés. Esta última es precisamente la situación que ilustra el Fisco.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

La caída del precio del petróleo y el menor crecimiento promedio de nuestros socios comerciales afectarán la actividad económica del país.

Ante la menor dinámica del ingreso nacional la actividad económica debería ajustarse. Esto contribuiría a evitar la formación o profundización de desbalances macroeconómicos.

El país cuenta con un marco de política macroeconómica que le permite enfrentar satisfactoriamente este tipo de choques externos. En especial se destaca el régimen de inflación objetivo con flexibilidad cambiaria, la regla fiscal y una política que busca mantener niveles adecuados de liquidez externa (reservas internacionales y línea de crédito flexible del FMI), así como una regulación que propende por la estabilidad del sistema financiero.

La caída reciente de los precios del crudo fue sorpresiva y de magnitud considerable. Si bien aún existe alta incertidumbre sobre la dinámica futura de esta variable¹², según los analistas especializados, una buena parte de dicha disminución podría persistir por varios años. Teniendo en cuenta las características de este choque externo y la importancia del sector petrolero en ciertos aspectos de la dinámica económica del país, el impacto negativo sobre el ingreso nacional podría ser duradero.

Como se ha expuesto en pasados informes, este choque puede afectar el crecimiento económico mediante varios canales (términos de intercambio, confianza, costos de financiamiento, retorno esperado de la inversión, entre otros). Un menor precio del petróleo que sea duradero generaría una caída estructural en el ingreso nacional, que debería obligar un ajuste en el gasto público y privado, situación en la cual el accionar de la política monetaria es limitado (véase el Recuadro 3, pp. 73-77).

Colombia cuenta con un marco de política macroeconómica que le permite afrontar satisfactoriamente choques externos como la reducción de los precios del petróleo.

12 Para mayor detalle sobre la caída del precio del crudo y sus perspectivas véase: Garavito, A.; Rojas, J.; Torres, J. (2015). “Determinantes de la disminución reciente del precio del petróleo, evaluación de pronósticos y perspectivas”, Recuadro 1, *Informe sobre Inflación*, diciembre de 2014, Banco de la República.

Un ajuste ordenado y oportuno de la demanda interna contribuye a evitar la formación o profundización de desbalances macroeconómicos.

Ante un choque de tal magnitud, un ajuste ordenado y oportuno de la demanda interna, coherente con los menores ingresos externos, contribuye a evitar la formación o profundización de desbalances macroeconómicos y posibles correcciones abruptas en el crecimiento y el financiamiento externo. Esto incluye acciones de política fiscal que corrijan la reducción de los ingresos fiscales relacionados con la actividad petrolera.

En este contexto, la flexibilidad cambiaria es un elemento del marco de política que también contribuye a enfrentar este tipo de choques. La depreciación real observada debería tener un impacto positivo sobre los productores nacionales de bienes y servicios transables, tanto para aquellos que los exportan, como para las empresas que los venden en el país y compiten con los importados. La devaluación también modera la caída de los ingresos fiscales petroleros que se valoran en dólares y se reciben en pesos. Todo lo anterior, junto con una moderación en la demanda interna, contribuiría a disminuir el déficit de la cuenta corriente.

Otros elementos del marco de política que le brindan fortaleza al país para enfrentar este choque son los siguientes: la estrategia de inflación objetivo, que busca mantener el poder adquisitivo de la moneda y propende por un crecimiento del producto y del empleo sostenibles en el largo plazo; el mayor nivel de reservas internacionales y la línea de crédito flexible con el FMI, que permiten enfrentar problemas de liquidez internacional; la regla fiscal, que busca mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas y el marco regulatorio, que tiene como objetivo la estabilidad financiera.

Como se presenta en las siguientes secciones, dentro del conjunto de riesgos que podrían intensificar los efectos de un choque petrolero persistente, se destaca un menor acceso o un mayor costo del financiamiento externo, lo cual determinaría en parte el ajuste de la economía al nuevo entorno de menores ingresos por exportaciones. También, se destacan los efectos del menor crecimiento de nuestros socios comerciales sobre los despachos al exterior de productos industriales, que demoraría la recomposición de la canasta exportadora y generaría un menor ajuste de la cuenta corriente. Adicionalmente, una posible sobre-reacción de la confianza de los consumidores e inversionistas podría profundizar la desaceleración de la demanda interna, más allá de lo coherente con la menor dinámica del ingreso. Finalmente, hay riesgos a la baja y al alza del precio del petróleo que podrían cambiar lo esperado por el mercado, tal como ya ha ocurrido en el pasado.

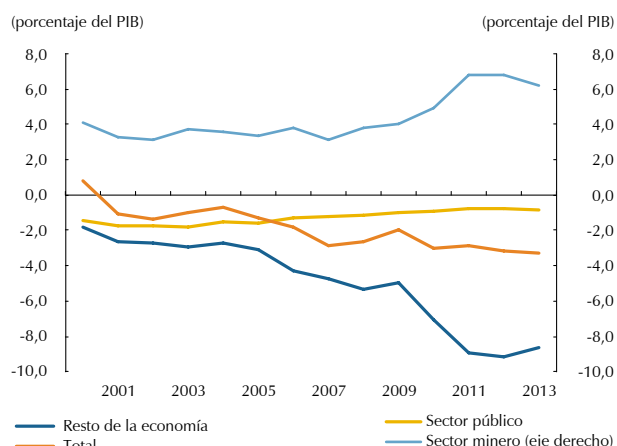
Existe un conjunto de riesgos que podrían profundizar los efectos negativos de un choque persistente en los precios del crudo.

Por otro lado, si gran parte de la caída del precio es estructural y la economía no se ajusta, el riesgo de acumular o profundizar desbalances macroeconómicos se incrementa. Por todo lo anterior, es necesario monitorear las señales de una conformación de posibles desequilibrios externos o internos que puedan poner en riesgo la estabilidad macroeconómica del país. Por tal motivo, en este capítulo se presenta el comportamiento reciente de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el endeudamiento y los precios de la vivienda, variables que la literatura ha identificado como claves para detectar posibles desbalances macroeconómicos. Asimismo, se presenta un indicador de desbalance agregado

(el índice de desbalance macroeconómico: IDM)¹³, el cual combina los desequilibrios estimados para las variables mencionadas en un solo indicador.

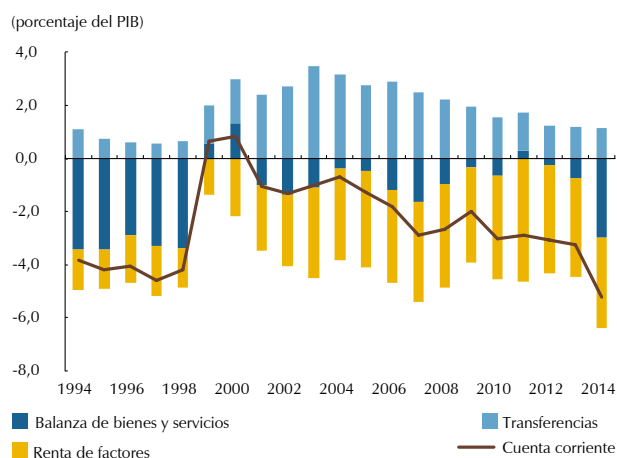
A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

Gráfico 48
Cuenta corriente sectorial



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 49
Cuenta corriente y sus principales componentes



Fuente: Banco de la República.

Previo al choque del precio del crudo (2010-2013), el déficit corriente había tenido una tendencia creciente, pero moderada, y en 2013 alcanzó una tasa de 3% con relación al PIB. Este aumento fue resultado, principalmente, de las mayores tasas de inversión¹⁴, que se reflejaron en incrementos de las compras externas de bienes de capital, y en general, en un aumento en la absorción. El incremento en la inversión fue impulsado, en parte, por la mejora en los términos de intercambio, los mayores flujos de capital, las condiciones favorables de financiamiento externo (bajas tasas de interés, primas de riesgo reducidas y disponibilidad de recursos), y la apreciación del peso, que abarató los costos de las inversiones en maquinaria y equipo importados. En términos sectoriales, la tendencia creciente del saldo negativo en la cuenta corriente se explicó por una ampliación del déficit de las actividades no petroleras ni mineras, que fueron compensadas solo parcialmente por el superávit del sector minero-energético¹⁵ (Gráfico 48).

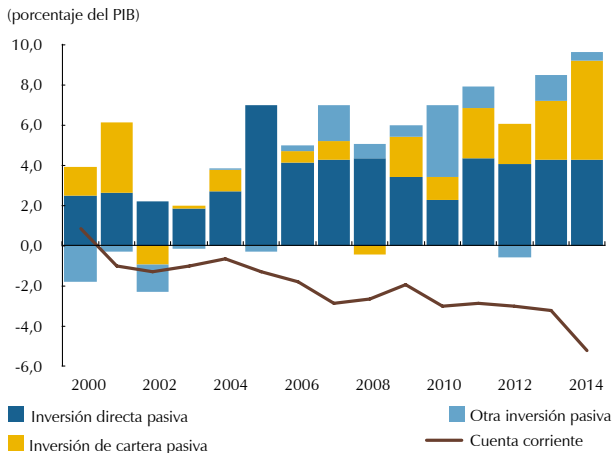
En 2014 el déficit en la cuenta corriente se aceleró y se ubicó en 5,2% del PIB, con un incremento anual de 2 pp (Gráfico 49). El incremento en el último año obedeció, principalmente, al mayor saldo negativo de la balanza comercial, asociado con la reducción de las exportaciones mineras y petroleras y con el crecimiento de las importaciones de bienes y servicios. Esta dinámica estuvo acompañada por un amplio financiamiento externo, que se caracterizó por un estancamiento y recomposición sectorial de la inversión extranjera directa, y por mayores ingresos de otro tipo de capitales, tales como inversión

13 Véase Arteaga, C.; Huertas, C.; Olarte, S. (2012). "Índice de desbalance macroeconómico", Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República.

14 Cárdenas, C.; Solano, N. (2014). "Caracterización de la formación bruta de capital fijo en Colombia: comportamiento y dinámica en años recientes", Recuadro 2, *Informe sobre Inflación*, diciembre de 2013, Banco de la República.

15 Para mayor detalle sobre la evolución y financiamiento de la cuenta corriente sectorial véase: López, D.; Garavito, A (2013). "Evolución sectorial de la cuenta corriente de Colombia y su financiación", *Reportes del Emisor*, núm. 166, marzo de 2013, Banco de la República.

Gráfico 50
Cuenta corriente e ingresos de capital extranjero (pasivos)



de portafolio en el mercado local y deuda externa (Gráfico 50).

Como se mencionó en la parte B del capítulo 1 de este Informe, para 2015 se prevé un menor déficit en dólares de la cuenta corriente¹⁶, en un escenario en el cual el menor ingreso neto del sector petrolero sería más que compensado por la reducción del déficit en dólares del resto de sectores. Como porcentaje del PIB, el pronóstico de la cuenta corriente (5,3%) sería similar al registrado en 2014, en parte como consecuencia del mayor nivel de la tasa de cambio, que reduce el valor del producto en dólares¹⁷. En todo caso, la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la cuenta corriente es elevada, ya que depende ampliamente de la dinámica del precio internacional del crudo¹⁸.

La incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la cuenta corriente es elevada, ya que depende ampliamente de la dinámica del precio internacional del crudo.

Respecto a la tasa de cambio, en la medida en que el precio internacional del petróleo inició su descenso, la depreciación nominal y real del peso se acentuó. De esta forma, en 2014 se registró una depreciación promedio nominal del 7,1% y de 3,6%¹⁹ en términos reales, y en lo corrido de 2015 hasta marzo del 23,3% y 11,2%, respectivamente, frente al promedio del año anterior. De esta forma, dichos indicadores retornaron a niveles que no se observaban desde 2009 (Gráfico 51).

Como ha ocurrido en el pasado, cuando el déficit en la cuenta corriente alcanza niveles altos, existe el riesgo de que su ajuste ocurra de forma abrupta y desordenada. Caídas adicionales no anticipadas en el precio del petróleo, fuertes incrementos en la prima de riesgo país o aumentos elevados y no esperados en la tasa de interés externa (Gráfico 52) podrían materializar dicho riesgo, situación que

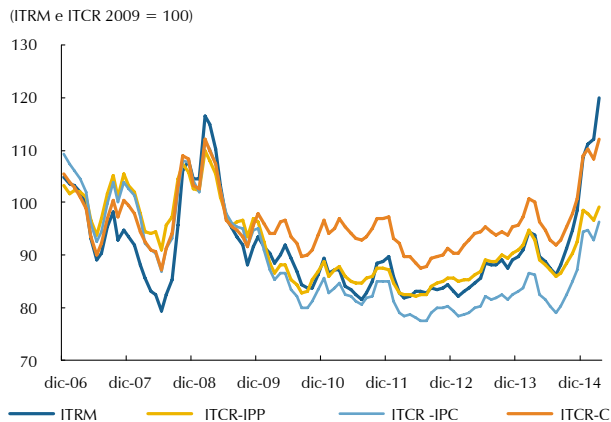
16 Se estima que el déficit corriente pasaría de USD 19.780 m en 2014 a USD 17.038 m en 2015.

17 La depreciación nominal produce una reducción de la valoración del PIB expresado en dólares; de esta manera, algunos indicadores se pueden afectar por dicho efecto contable. Por ejemplo, pese a que para 2015 se espera una reducción del valor del déficit corriente, este se incrementaría al calcularlo como porcentaje del PIB. Algo similar podría observarse en los indicadores de la deuda externa, la posición de inversión internacional, entre otros.

18 El supuesto sobre el precio del petróleo se fijó en promedio para 2015 en USD 55/bl para la referencia Brent. En los dos choques anteriores de precios del crudo se ha encontrado que las variaciones en la tendencia de esta cotización no fueron anticipadas por los agentes del mercado, su magnitud fue considerable y estuvieron influenciadas por varios factores que cambiaron en el tiempo, lo que, sumado a la alta volatilidad reciente, hace difícil proyectar su dinámica. De hecho, los analistas del mercado han errado sus pronósticos en ocasiones anteriores y no se descarta que esto pueda suceder de nuevo, pues existen tanto riesgos al alza como a la baja en la dinámica de la cotización internacional del crudo.

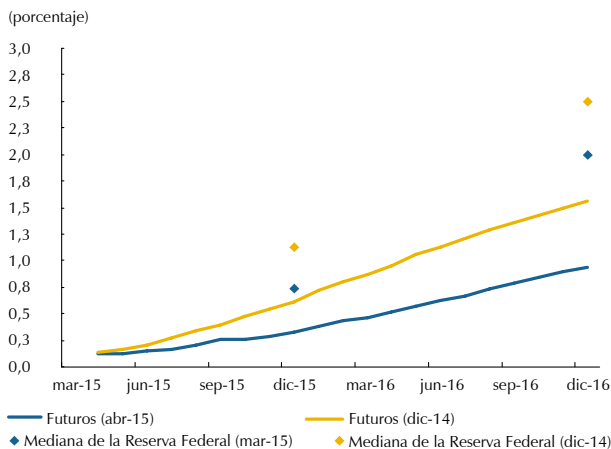
19 Depreciación promedio de los siguientes indicadores. El ITCR-IPP y el ITCR-IPC que comparan el poder adquisitivo del peso colombiano frente al de nuestros veinte principales socios comerciales, utilizando como deflactor el IPP y el IPC, respectivamente. En el ITCR-C, o de competitividad, la comparación se hace frente a nuestros principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles.

Gráfico 51
Tasa representativa del mercado y tasa de cambio real



ITRM: índice de la tasa representativa del mercado; ITCR: índice de la tasa de cambio real; IPP: índice de precios al productor; IPC: índice de precios al consumidor; C: competitividad.
Nota: el ITCR-IPP y el ITCR-IPC comparan el poder adquisitivo del peso colombiano frente al de nuestros veinte principales socios comerciales, utilizando como deflactor el IPP y el IPC, respectivamente. En el ITCR-C, o de competitividad, hacen una comparación frente a nuestros principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 52
Tasa de política implícita en los futuros y en los pronósticos de los miembros de la Reserva Federal



Fuente: Bloomberg.

estaría acompañada de un deterioro del financiamiento externo o por fuertes incrementos en su costo. En un escenario como este, la desaceleración de la demanda interna podría ser más profunda, inclusive más allá de la esperada por los efectos de los menores ingresos asociados con el choque petrolero.

Un contexto alternativo es que, a pesar de la menor dinámica del ingreso nacional, la cuenta corriente no se ajuste y se sigan utilizando mayores niveles de ahorro externo para financiarla. Un aplazamiento de la subida de tasas de interés en los Estados Unidos, junto con una política monetaria más expansiva en Europa y Japón, podrían configurar un escenario como este, en el cual se podrían generar o profundizar desbalances macroeconómicos que implican riesgos de mediano plazo. En particular, entradas significativas de capital podrían demorar el ajuste que se requiere ante los menores ingresos permanentes provenientes del sector petrolero. A su vez, un amplio financiamiento externo mitigaría la depreciación real y, por tanto, aminoraría el efecto amortiguador de la tasa de cambio frente al choque adverso petrolero. De igual manera, podría producirse un mayor riesgo en el caso en que el financiamiento externo se origine principalmente en deuda externa e inversiones de portafolio o que impulsen el crecimiento excesivo del consumo o la inversión en sectores no transables.

Algunas circunstancias pueden retrasar el ajuste externo y mantener alto el déficit en la cuenta corriente. En primer lugar, la demanda externa de bienes colombianos se podría ver afectada por una mayor desaceleración económica de nuestros socios comerciales. En particular, en la canasta exportadora de algunos de estos países los bienes básicos tienen una alta participación (Perú, Ecuador, Venezuela, Brasil, México y

Chile), por lo cual también se han visto impactados negativamente por el choque de precios de *commodities*. En segundo lugar, hay que considerar las limitaciones que aún persisten para mejorar la competitividad de Colombia debido, entre otras razones, a las carencias en materia de infraestructura. A esto se le suma que la apreciación del dólar es un fenómeno mundial que también beneficia a otros países que compiten con los bienes colombianos en el mercado mundial. Finalmente, las empresas extranjeras que operan en el país están concentradas, principalmente, en la extracción de productos mineros y en el mercado local de bienes y servicios no transables, hechos que en el corto plazo no favorecen el incremento de las exportaciones industriales.

B. ENDEUDAMIENTO

En términos generales, los indicadores más recientes ofrecen señales de solidez del sistema financiero frente a la coyuntura actual. Durante 2014 los indicadores de riesgo mostraron que la mora se mantuvo en niveles bajos y las provisiones para la cartera vencida son altas. Sin embargo, la cartera vencida creció por encima de la bruta, en particular la de tipo comercial. Lo anterior coincide con un incremento en las exigencias para otorgar nuevos créditos por parte de algunas entidades, según el *Reporte de la Situación del Crédito en Colombia* de marzo de 2015.

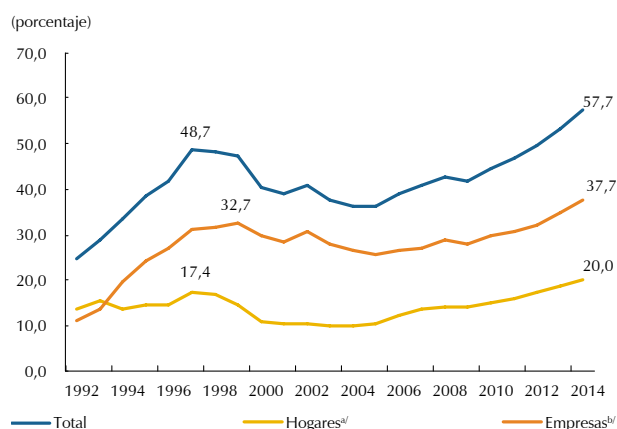
Con respecto al cambio de las condiciones externas, en especial la caída en el precio del petróleo y la depreciación del peso, sus impactos sobre el sistema financiero hasta el momento han sido limitados. En primer lugar, existe una baja exposición del sistema financiero a las firmas que pertenecen al sector petrolero (las cuales representaron cerca del 3,7% de la cartera comercial a diciembre de 2014). Con relación a la devaluación del peso, análisis realizados sobre un conjunto de firmas con exposición cambiaria revelan una baja participación de este grupo en el saldo de la cartera comercial de los establecimientos de crédito. Ejercicios de sensibilidad de la solvencia de las entidades ante desmejoras graduales en la calidad crediticia de estos deudores confirman que ninguna entidad presentaría indicadores por debajo de los mínimos regulatorios.

Pese a las anteriores señales de tranquilidad, hay que tener en cuenta que la cartera relativa a PIB se encuentra en niveles históricamente altos (Gráfico 53). Dado el potencial de profundización financiera del país, es natural que este indicador mantenga una tendencia creciente. No obstante, es importante monitorear su dinámica, dado

que un aumento acelerado del endeudamiento de las firmas y los hogares puede incrementar sustancialmente la vulnerabilidad del sistema financiero y de la economía. En dichas circunstancias, si se presenta una fuerte desaceleración económica y un deterioro pronunciado del empleo, la calidad del activo del sistema financiero podría verse afectada. A su vez, un aumento en la aversión al riesgo de los intermediarios financieros o una disminución en la capacidad de otorgar créditos, podría retroalimentar la desaceleración económica.

Con respecto a las tasas reales de interés, por el momento se mantienen en niveles inferiores a los promedios observados desde 2005. No obstante, y como se ha señalado en informes anteriores, un mayor costo o restricciones al acceso del financiamiento externo podrían incentivar que las grandes empresas busquen mayores fuentes internas de financiación. Esto presionaría al alza las tasas de interés locales, especialmente si se mantiene la demanda de recursos por parte de

Gráfico 53
Endeudamiento/PIB



Nota: Incluye la cartera con los establecimientos de crédito, con el Fondo Nacional del Ahorro (FNA), con las cooperativas de ahorro y crédito y con los fondos de empleados; bonos emitidos por las empresas del sector real y el endeudamiento directo con el exterior.

a/ Incluye las modalidades de consumo e hipotecaria, cartera convencional y leasing. Incluye titularizaciones de cartera hipotecaria y la cartera del FNA.

b/ Corresponde a los créditos comerciales y microcrédito (de todas las entidades consideradas), endeudamiento externo directo y bonos.

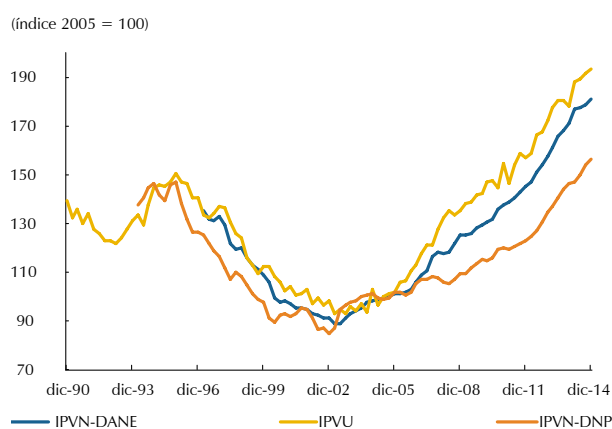
Fuentes: Superintendencia Financiera, Superintendencia Solidaria, Fogacoop y Banco de la República.

otros agentes. Por el contrario, condiciones favorables de financiamiento externo podrían mantener crecimientos altos del endeudamiento, lo que aportaría a la dinámica económica de corto plazo, pero podría generar desbalances macroeconómicos por los niveles altos de apalancamiento.

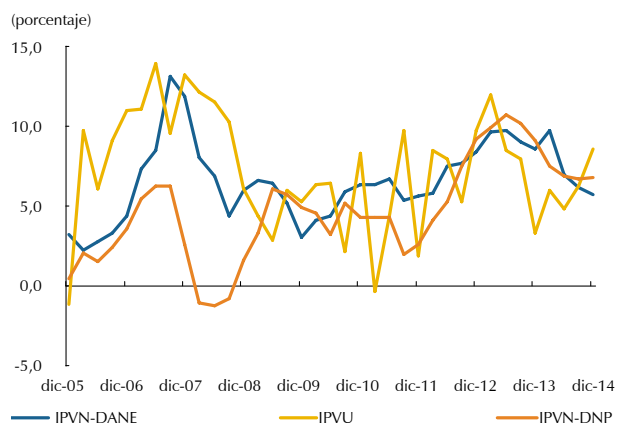
C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

Gráfico 54
Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)

A. Índices



B. Variación anual



Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

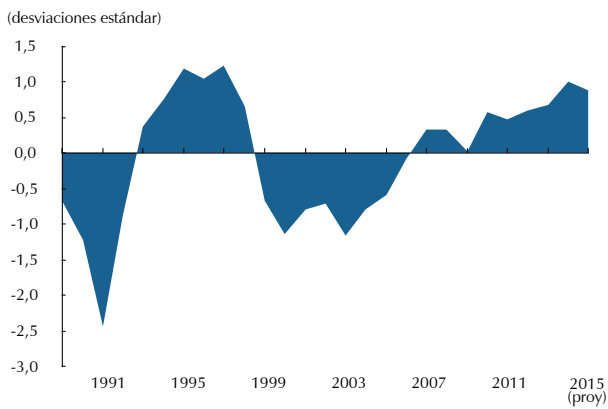
Durante 2014 los precios de la vivienda continuaron creciendo por encima de la inflación. En el caso de la vivienda nueva se confirmó la desaceleración observada desde la segunda mitad de 2013 y se registraron tasas de crecimiento real entre el 6% y el 7% para finales de 2014 (Gráfico 54). Según el DANE, este menor incremento se observó en varias ciudades, incluyendo Bogotá y Medellín.

Como se mencionó en informes anteriores, algunos factores de demanda pueden estar aportando a una menor expansión de los precios de la vivienda nueva. Se destacan la finalización de algunos subsidios, lo cual incrementa el costo de adquisición para un segmento del mercado. A esto se le suman algunos factores que pueden afectar la percepción de rentabilidad, dentro de los que se cuentan el menor ritmo de crecimiento anual de los arriendos, la propia desaceleración de los precios, que afecta la valorización esperada, y las expectativas de depreciación del peso, lo que hace más llamativas las inversiones en moneda extranjera.

En cuanto a las cantidades, según las cifras de la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol), durante el primer trimestre de 2015 se mantiene la disminución observada en meses anteriores de las unidades vendidas para las viviendas diferentes a las de interés social (no VIS), las cuales representan cerca del 60% del total del mercado. Al mismo tiempo, las unidades disponibles han mantenido su crecimiento, aunque en el período analizado se ha registrado una desaceleración por debajo de los promedios observados en los últimos tres años.

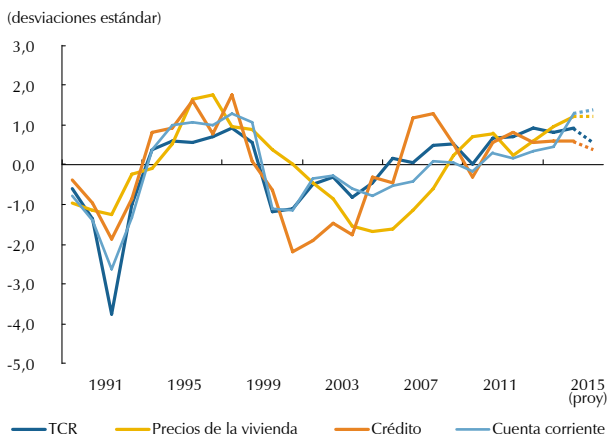
En el contexto internacional, países de la región que también han enfrentado choques externos de términos de intercambio continúan registrando crecimientos reales en los precios de la vivienda. En efecto, en 2014 Chile y Perú registraron bajos crecimientos económicos (1,8% y 2,4%), lo que contrasta con el aumento anual de los precios reales de la vivienda observados en el cuarto trimestre del mismo año (11,0% y 8,6%).

Gráfico 55
Índice de desbalance macroeconómico



(proy): proyectado.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 56
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito^{a/}



(proy): proyectado.
a/ Las brechas se calculan como la diferencia entre el valor observado y la estimación del valor de largo plazo.
Para la TCR se presenta su negativo, de forma tal que en todos los casos brechas positivas indiquen desbalances.
Fuente: Banco de la República.

D. ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO (IDM)

En 2014 los cálculos del equipo técnico sugieren un aumento anual del IDM (Gráfico 55). Esta dinámica obedece al incremento de las brechas con respecto a los valores de largo plazo, principalmente, de la cuenta corriente y, en menor medida, de los precios de la vivienda (Gráfico 56). Como se mencionó a lo largo de este capítulo, en 2014 el déficit en la cuenta corriente ascendió a 5,2% del PIB, 2 pp superior al de un año atrás, y los precios de la vivienda continuaron incrementándose por encima de la inflación. Lo anterior distanció estas variables de sus valores de largo plazo.

En 2015 estimaciones preliminares muestran una disminución anual del IDM (Gráfico 55), aunque el indicador se mantendría por encima de lo observado en 2013 y relativamente alto con respecto a los valores de los últimos quince años. No obstante, el IDM estaría por debajo de lo registrado antes de la crisis de finales de los años noventa.

La disminución estimada del IDM para el presente año obedece a la reducción de la desviación en relación con sus valores de largo plazo de la TCR y, en menor medida, del crédito (Gráfico 56). Por otra parte, la brecha de la cuenta corriente muestra una relativa estabilidad, debido a que se espera que en 2015 se observe un déficit corriente, relativo al PIB, similar al del año anterior.

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 2015 y 2016. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 12 de abril de 2015.

1. Proyecciones para 2015

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 3,3%, 50 puntos básicos menos que lo estimado en el Informe sobre Inflación del trimestre anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas también proyectan una expansión promedio del PIB de 3,3%.

Cuadro A1
Proyecciones para 2015

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación 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	3,00	3,55	2.800	3,45	2,90	10,0
ANIF	3,40	3,70	n.d.	4,90	1,60	9,3
Banco de Bogotá	3,30	3,60	2.525	4,56	n.d.	9,3
Bancolombia	3,40	3,85	2.700	5,12	2,80	9,1
BBVA Colombia ^{a/}	3,10	3,60	2.450	4,60	2,90	9,4
BGT Pactual	3,10	3,60	2.450	n.d.	2,80	9,0
Corficolombiana	3,60	3,60	2.150	4,25	2,90	n.d.
Corpbanca ^{b/}	3,46	3,65	2.600	4,45	n.d.	n.d.
Corredores Davivienda ^{c/}	3,10	3,99	2.650	n.d.	n.d.	n.d.
Credicorp Capital ^{d/}	3,70	3,60	2.500	4,30	2,90	9,0
Davivienda ^{a/}	3,10	3,99	2.450	3,91	3,00	8,3
Fedesarrollo ^{a/}	3,50	3,70	2.475	4,70	2,90	n.d.
Ultrabursátiles	3,50	3,70	2.460	4,30	n.d.	9,1
Promedio	3,33	3,70	2.517,5	4,41	2,74	9,2
Analistas externos						
Citi	3,50	3,50	2.700	4,50	2,90	10,0
Deutsche Bank	3,50	3,70	2.760	n.d.	3,00	n.d.
Goldman Sachs	3,00	3,80	2.600	n.d.	2,80	n.d.
JP Morgan	3,30	3,60	2.350	n.d.	3,20	n.d.
Promedio	3,33	3,65	2.602,5	4,50	2,98	10,0

n. d.: no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antiguo Banco Santander.

c/ Antiguo Corredores Asociados.

d/ Antiguo Correal.

Fuente: encuesta electrónica.

Cuadro A2
Proyecciones para 2016

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	2,00	3,30	2.900
ANIF	3,40	3,10	n.d.
Banco de Bogotá	3,60	3,00	2.600
Bancolombia	3,70	3,12	2.590
BBVA Colombia	3,60	3,20	2.310
BGT Pactual	2,80	3,10	n.d.
Corficolombiana	3,60	3,00	2.150
Corpbanca ^{a/}	3,80	3,20	2.650
Corredores Davivienda ^{b/}	2,70	n.d.	n.d.
Credicorp Capital ^{c/}	3,00	3,00	2.300
Davivienda	2,80	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	3,70	3,30	2.520
Ultrabursátiles	3,80	3,20	2.500
Promedio	3,27	3,14	2.502,2
Analistas externos			
Citi	3,00	3,00	2.500
Deutsche Bank	3,30	2,30	2.850
Goldman Sachs	3,40	3,00	2.652
JP Morgan	2,50	3,00	n.d.
Promedio	3,05	2,83	2.667,3

a/ Antiguo Banco Santander.
b/ Antiguo Corredores Asociados.
c/ Antiguo Correal.
n. d.: no disponible.
Fuente: encuesta electrónica.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales estiman una inflación del 3,7%, cifra compartida por los analistas extranjeros. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2015 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de COP2.518, frente a los COP2.335 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP2.603 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,4%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 9,2%.

2. Proyecciones para 2016

Para 2016 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,3% y los extranjeros uno de 3,1%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,1% y 2,8%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP2.502 y las externas de COP2.667.