



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2016



ISSN - 1657 - 7973



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

Junio de 2016\*

\* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 29 de julio de 2016.

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 la meta cuantitativa de inflación. Las acciones de política de la JDBR están encaminadas a cumplir la meta y a situar la tasa de inflación alrededor de 3% en el largo plazo. La medida de inflación que se tiene en cuenta es la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC).

## PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

## COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

# CONTENIDO

Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Contexto internacional	15
B. Balanza de pagos	25
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	33
A. Comportamiento del PIB durante el primer trimestre de 2016	33
B. El PIB del segundo trimestre de 2016 comportamiento reciente del mercado laboral en Colombia	38
III. Desarrollos recientes de la inflación	45
A. Inflación básica	48
B. IPC de alimentos	50
Recuadro 1: Perturbaciones de la tasa de cambio e inflación en Colombia	52
Recuadro 2: La inflación al consumidor en las ciudades fronterizas	63
IV. Pronósticos de mediano plazo	65
A. Crecimiento económico para lo que resta de 2016 y 2017	65
B. Inflación	70
Recuadro 3: ¿Cómo explicar el incremento de la inflación entre julio de 2014 y junio de 2016 por medio de los diferentes componentes del IPC?	78
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica	81
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	83
B. Endeudamiento	84
C. Precios de la vivienda	86
D. Índice de desbalance macroeconómico	87
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	89

# ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	PIB real de los Estados Unidos	16
Gráfico 2	Tasa de desempleo y creación de empleo en los Estados Unidos	16
Gráfico 3	Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos	17
Gráfico 4	PIB real de la zona del euro	17
Gráfico 5	Indicadores de inflación anual total y básica en Europa	17
Gráfico 6	Crecimiento anual del PIB real para China	18
Gráfico 7	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina	18
Gráfico 8	Inflación anual para algunas economías de América Latina	18
Gráfico 9	Índice de términos de intercambio	19
Gráfico 10	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	19
Gráfico 11	Precios internacionales de los alimentos	19
Gráfico 12	Índices de volatilidad financiera	20
Gráfico 13	Tasas de interés de algunos bonos soberanos a 10 años	21
Gráfico 14	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	21
Gráfico 15	Índices accionarios globales	21
Gráfico 16	Índice de tasa de cambio del dólar	21
Gráfico 17	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	22
Gráfico 18	Crecimiento promedio de los socios comerciales	23
Gráfico 19	Exportaciones totales	27
Gráfico 20	Importaciones FOB totales	27
Gráfico 21	Producto interno bruto	33
Gráfico 22	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	37
Gráfico 23	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado)	40
Gráfico 24	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles ni vehículos automotores, desestacionalizado)	40
Gráfico 25	Registro de matrículas de vehículos nuevos	41
Gráfico 26	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	41
Gráfico 27	Importaciones de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	42
Gráfico 28	Producción industrial real total	43
Gráfico 29	Producción de petróleo	43
Gráfico 30	Producción de café	44
Gráfico 31	Inflación total al consumidor	45
Gráfico 32	Salarios nominales	47
Gráfico 33	IPP por procedencia	47
Gráfico 34	Indicadores de inflación básica	48
Gráfico 35	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	48
Gráfico 36	Inflación anual de no transables	49
Gráfico 37	IPC de regulados y sus componentes	49
Gráfico 38	IPC de alimentos	50
Gráfico 39	IPC de alimentos por grupos	51
Gráfico 40	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	69

Gráfico 41	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	69
Gráfico 42	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	70
Gráfico 43	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	71
Gráfico 44	Inflación observada y expectativas de inflación	72
Gráfico 45	Expectativas de inflación derivadas de los TES	72
Gráfico 46	Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de los años 2009 a 2016	72
Gráfico 47	<i>Fan chart</i> de la inflación total	74
Gráfico 48	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	74
Gráfico 49	Corte transversal del <i>fan chart</i> de inflación total para diciembre de 2017	74
Gráfico 50	Cuenta corriente por componente	83
Gráfico 51	Posición de inversión internacional por componentes	83
Gráfico 52	Índices de la tasa de cambio real	84
Gráfico 53	Crecimiento de las cantidades exportadas (sin mineros y sin principales agrícolas) y crecimiento de los socios comerciales	84
Gráfico 54	Endeudamiento de los hogares y las empresas	85
Gráfico 55	Tasas de interés reales <i>ex ante</i>	85
Gráfico 56	Endeudamiento <sup>al</sup> de los hogares y las empresas	86
Gráfico 57	Precios de la vivienda en Colombia	86
Gráfico 58	Ventas de vivienda nueva según rango de precio: acumulado ene-jun	87
Gráfico 59	Unidades de vivienda nueva disponibles para la venta según rango de precio	87
Gráfico 60	Índice de desbalance macroeconómico	88
Gráfico 61	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	88

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	22
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	24
Cuadro 3	Balanza de pagos	31
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	35
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	36
Cuadro 6	Indicadores de precios al consumidor (IPC), IPC por grupos	46
Cuadro 7	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	69
Cuadro 8	Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2017 esté entre 2% y 4%	77
Cuadro 9	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> de la inflación total	77

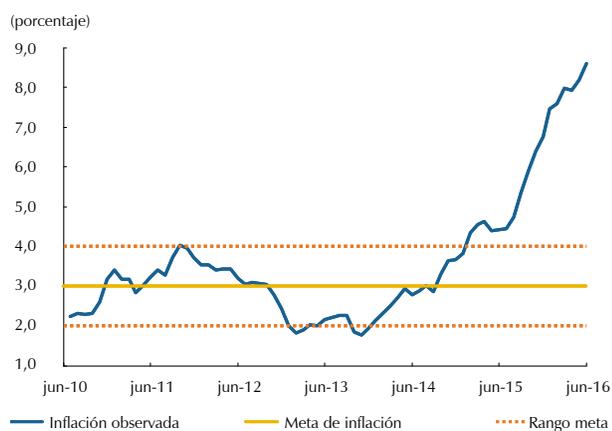


# EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En el segundo trimestre de 2016 la inflación anual al consumidor y el promedio de las medidas de inflación básica siguieron aumentando y en junio se situaron en 8,6% y 6,5%, respectivamente (Gráfico A). Por su parte, las expectativas de inflación en julio continuaron por encima de la meta: las de los analistas a uno y dos años fueron, en su orden, 4,6% y 3,7%; las que resultan de la encuesta trimestral aplicada a distintos sectores económicos con horizonte a dos años se situaron en 5,4%, y las que se derivan de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años están entre 4,0% y 4,5%.

El comportamiento de los precios al consumidor se produjo en un contexto en el que la actividad económica continuó afectada por la caída de los términos de intercambio y el consecuente debilitamiento del ingreso nacional. Diversos indicadores sugieren que el crecimiento del producto en el segundo trimestre de 2016 será similar al registrado en el primero. El consumo crecería a menor ritmo, mientras que la caída de la inversión sería menor. Para todo 2016, el equipo técnico redujo la proyección más probable de crecimiento de 2,5% a 2,3%, dentro de un rango entre 1,5% y 3%.

Gráfico A  
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

La reducción en el ritmo de crecimiento observado y esperado de la demanda interna es compatible con el ajuste de la economía al choque de los términos de intercambio. Pese a la desaceleración observada y prevista de la actividad económica, el déficit externo continúa siendo amplio. Asimismo, a raíz del choque petrolero, se estima que el crecimiento del producto potencial ha venido descendiendo, como resultado de la caída en el ritmo de formación bruta de capital, principalmente en el sector mineroenergético. En este contexto, la economía colombiana operó en 2014 y 2015 cerca de su capacidad productiva y solo a partir de 2016 surge cierta subutilización de la misma.

El entorno internacional continúa caracterizado por la desaceleración de la demanda externa y tasas interna-

cionales de interés en niveles bajos. En el segundo trimestre del presente año la actividad económica mundial siguió débil, y se espera que en todo 2016 el promedio de los socios comerciales del país crezca a una tasa baja e inferior a la registrada el año pasado. Las medidas de riesgo país siguen en niveles superiores al promedio observado en 2015 y es probable que el endurecimiento de la política monetaria en los Estados Unidos se produzca lentamente. Si estas tendencias se mantienen en lo que resta del año, el costo del financiamiento externo continuaría en niveles bajos.

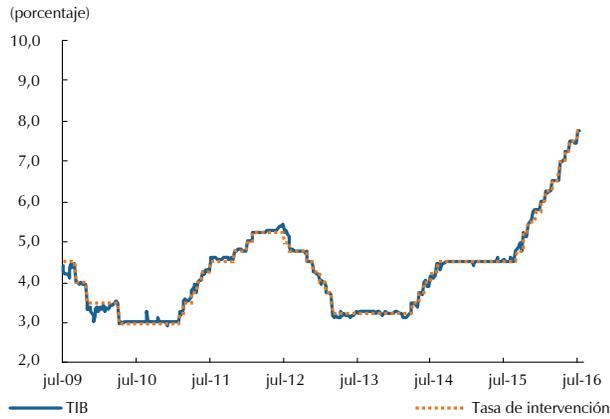
Los términos de intercambio y la dinámica del ingreso nacional se habrían recuperado en abril y junio frente al deterioro registrado en el primer trimestre del año. Lo anterior, debido a un precio promedio internacional del petróleo (USD47 por barril Brent) que superó el bajo nivel registrado en el primer trimestre (USD35), pero que sigue siendo muy inferior a lo observado dos años atrás (USD110). También, por el descenso en los precios en dólares de varios productos básicos que importa Colombia.

Los bajos precios del petróleo, el mayor nivel de la tasa de cambio y la débil demanda externa explican gran parte del comportamiento del comercio exterior. En el segundo trimestre el valor de las exportaciones en dólares descendió 20%, hecho explicado principalmente por la caída de las ventas externas de bienes de origen mineroenergético (-30% anual). En el bimestre abril-mayo las importaciones descendieron 18%. En valores las nuevas cifras indican que el desbalance comercial continuó reduciéndose.

La disminución observada y esperada del desequilibrio externo muestra un ajuste progresivo y ordenado de la economía a los efectos persistentes del choque externo. Para 2016 y 2017 el equipo técnico proyecta un déficit en la cuenta corriente relativo al PIB de 5,3% y 4,3%, respectivamente. Esta corrección disminuiría la vulnerabilidad externa del país, pero el déficit continuaría siendo superior a los niveles observados en otras economías con un grado de calificación de riesgo similar al de Colombia.

Para el segundo semestre cabe esperar que la normalización de la producción de alimentos, la estabilización de la tasa de cambio y el efecto de las mayores tasas de interés sobre la demanda interna generen una caída de la inflación. El retorno de condiciones climáticas favorables induciría caídas en los precios de los alimentos, principalmente para algunos perecederos que fueron fuertemente afectados por la prolongada sequía. En la medida en que la tasa de cambio no presente una marcada tendencia al alza, no deben registrarse presiones adicionales por esta causa sobre los precios. Además, la brecha de producto negativa estimada para 2016 reduce el riesgo de presiones inflacionarias de demanda. En este entorno, las proyecciones del equipo técnico, que tienen en cuenta una política monetaria activa, sugieren que en diciembre la inflación se situará en un rango entre 6,5% y 7,0%, y que a finales de 2017 convergería al rango meta de 2% a 4%, con una probabilidad del 42%. Esta probabilidad es inferior a la estimada en los informes sobre inflación de diciembre de 2015 y marzo de 2016 (77% y 51%, respectivamente), como resultado de la fuerte y prolongada presión inflacionaria observada hasta la fecha.

Gráfico B  
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y  
tasa de interés interbancaria (TIB)  
(2009-2016)<sup>a/</sup>



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 12 de agosto de 2016.  
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

En resumen, la coyuntura se caracteriza por una inflación total y básica al alza y por encima de la meta, expectativas de inflación a largo plazo que superan el 3%, desaceleración de la actividad económica y cierre parcial del déficit externo. Se espera que la variación anual del IPC comience a caer en el segundo semestre de este año. La convergencia de la inflación a la meta en el horizonte previsto depende de un ajuste suficiente de los precios de los alimentos, de que no haya perturbaciones externas fuertes que eleven la tasa de cambio, y de que no se expanda el uso de mecanismos de indexación de precios y salarios. Partiendo de niveles bajos a mediados de 2015, la fase de aumentos de la tasas de interés de política ha llevado a que las tasas de interés reales del mercado se encuentren ahora cerca de sus promedios históricos, o los superen por estrecho margen. A pesar de la reducción del crecimiento, la economía opera aún cerca de su capacidad

productiva, el déficit externo es todavía grande y la tasa de desempleo se sitúa en niveles históricamente bajos. Frente a las anteriores circunstancias, la Junta Directiva analizó el balance de riesgos y consideró conveniente incrementar la tasa de interés de referencia en 25 puntos base en cada una de sus sesiones de mayo, junio y julio (Gráfico B).

**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

Juan Pablo Cote

Camila Londoño

Daniel Parra

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

**Jefe**

Luis Hernán Calderón

Celina Gaitán

Sergio Restrepo

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), Carlos Leonardo Barreto Vargas y Joao Hernández, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López, investigador principal de la Unidad de Investigaciones; Mariana Escobar, Daniel Leonardo Rojas y Juan David Torres estudiantes en práctica.

# I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

**En este Informe se mantuvo un pronóstico de crecimiento bajo** del promedio de los socios comerciales de Colombia para 2016 e inferior al registrado en 2015.

**El *brexit* ha tenido impacto en los mercados financieros internacionales**, sobre todo en el de renta fija, ocasionando una reducción en las tasas de interés, incluso en algunos casos a terreno negativo. En este entorno, las políticas monetarias de las economías avanzadas se han tornado más expansivas.

**Para el promedio de 2016 se espera que el precio del petróleo (Brent)** se ubique en USD 43; por encima de lo previsto en el *Informe* de marzo (USD 35).

**Durante el primer trimestre de 2016 el déficit** en la cuenta corriente se redujo, debido a una contracción de los egresos corrientes mayor que la de los ingresos corrientes.

**El desbalance externo se seguirá corrigiendo**, y se espera que en todo 2016 sea menor que el de 2015, tanto en dólares como en porcentaje del PIB.

## A. CONTEXTO INTERNACIONAL

### 1. Actividad real, inflación y política monetaria

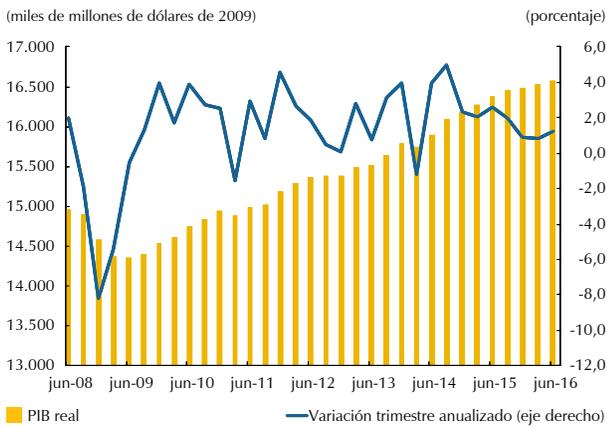
La información sectorial disponible sugiere que el crecimiento económico de los principales socios comerciales de Colombia habría continuado siendo débil durante el segundo trimestre del año. Los Estados Unidos y la zona del euro probablemente experimentaron aumentos leves de sus productos, en tanto que América Latina habría crecido a tasas históricamente bajas o incluso negativas.

En los Estados Unidos las cifras más recientes apuntan a un PIB más dinámico en este período que durante el primer trimestre<sup>1</sup>, con el consumo de los hogares liderando el crecimiento, ya que las ventas al por menor continuaron mostrando

---

<sup>1</sup> Este *Informe* se produjo sin aún contar con el registro oficial de crecimiento de los Estados Unidos para el segundo trimestre, cuyo primer estimativo se dio a conocer el 29 de julio. De acuerdo con aquel, el PIB se expandió en dicho período 1,2% trimestre anualizado (t. a.), una tasa muy inferior a la esperada por los analistas del mercado. Este dato vino con una revisión a la baja del crecimiento para el primer trimestre de 2016 de 1,1% a 0,8% t. a.

Gráfico 1  
PIB real de los Estados Unidos<sup>a/</sup>

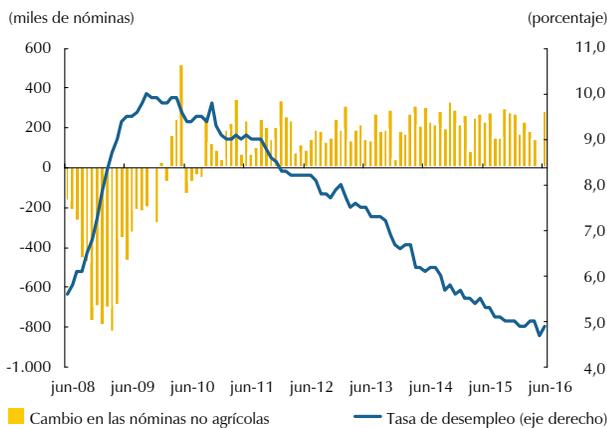


a/ Este informe se produjo sin tener el dato oficial del segundo trimestre ni la revisión del primero, publicados el 29 de julio.  
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

un buen desempeño y la confianza de los consumidores se mantuvo en terreno positivo. Además, la producción industrial y la confianza empresarial tuvieron buenos registros en el segundo trimestre (Gráfico 1).

Durante el trimestre, el mercado laboral continuó con un buen ritmo de crecimiento, al reportar un incremento mensual de las nóminas no agrícolas de 147.000 nuevos empleos en promedio. Lo anterior se ha visto reflejado en una tasa de desempleo que se ubica por debajo del 5% (Gráfico 2), cercana a los niveles que los analistas y los miembros de la Reserva Federal (Fed) consideran que es la de equilibrio de largo plazo de esta economía. La tasa de desempleo de largo plazo<sup>2</sup> y la tasa de subempleo<sup>3</sup> también siguieron registrando mejoras con respecto al trimestre anterior.

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



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a la variación de precios en los Estados Unidos, el indicador de inflación total se ubicó en 1,0% en junio, algo mayor a los meses anteriores, pero todavía muy por debajo del objetivo de la Fed (2%). Durante este mes se presentaron caídas en los precios de los alimentos, las cuales fueron más que compensadas por el aumento en los precios de la energía y los otros rubros sin energía ni alimentos. El indicador que excluye alimentos y energía se situó cerca al 2,2%, y mostró ligeros incrementos en términos anuales con respecto a los dos meses anteriores (Gráfico 3).

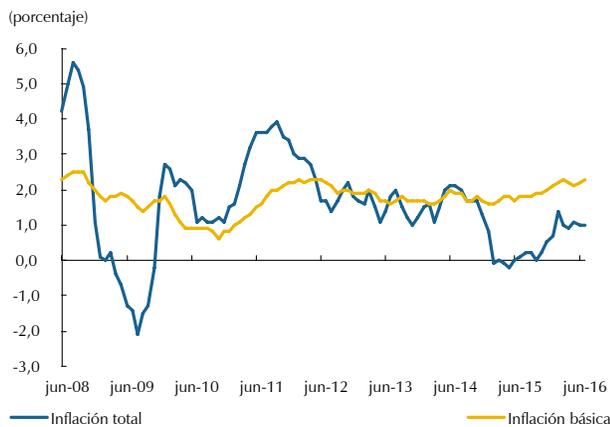
En este contexto, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Fed (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo inalterada su tasa de política en un rango entre 0,25% y 0,50%.

En la zona del euro la información más reciente indica que durante el segundo trimestre el crecimiento se habría sostenido en tasas similares a las del primero (0,6% trimestral). Para este período se espera que la inversión y el consumo hayan sido los componentes que lideraron el crecimiento, tal como ha ocurrido en los trimestres anteriores. El comportamiento a mayo de las ventas al por menor y de la producción industrial y los resultados de las encuestas de junio para confianza de

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

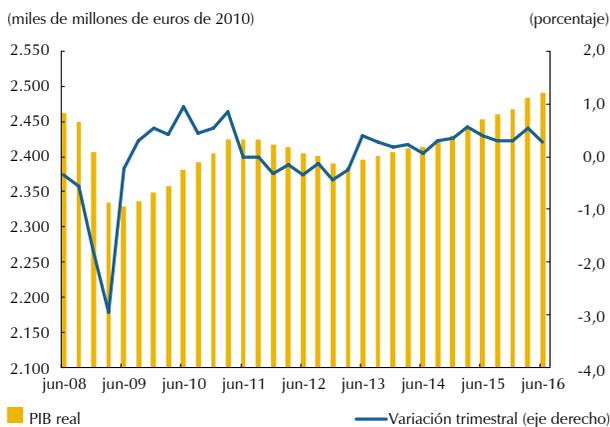
3 Número total de desempleados, de empleados con trabajos de tiempo parcial que manifiestan querer trabajar tiempo completo y aquellos fuera de la oferta laboral que estarían dispuestos a trabajar en caso de conseguir empleo (marginamente vinculados al mercado laboral), como proporción de la fuerza laboral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

**Gráfico 3**  
Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos



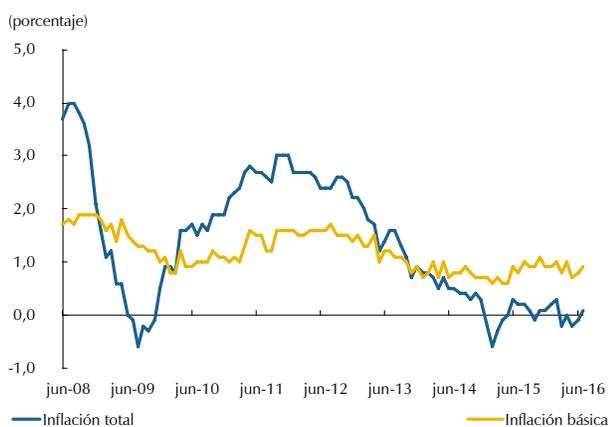
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 4**  
PIB real de la zona del euro<sup>a/</sup>



a/ Este Informe se produjo sin tener el dato oficial del segundo trimestre, publicado el 29 de julio de 2016.  
Fuente: Eurostat.

**Gráfico 5**  
Indicadores de inflación anual total y básica en Europa



Fuente: Bloomberg.

los consumidores y producción manufacturera apuntan en esta dirección<sup>4</sup> (Gráfico 4).

En cuanto a los precios en la zona del euro, en junio la inflación total registró un ligero incremento frente a lo observado en los dos meses anteriores y se ubicó en 0,3%, mientras que el indicador sin energía ni alimentos se ubicó en 0,9%, cercano a los niveles observados en marzo (Gráfico 5).

El grueso de la diferencia entre estas dos mediciones se explica por la caída de los precios de la energía. A pesar de los recientes incrementos, la inflación permanece por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE) (ligeramente por debajo del 2%).

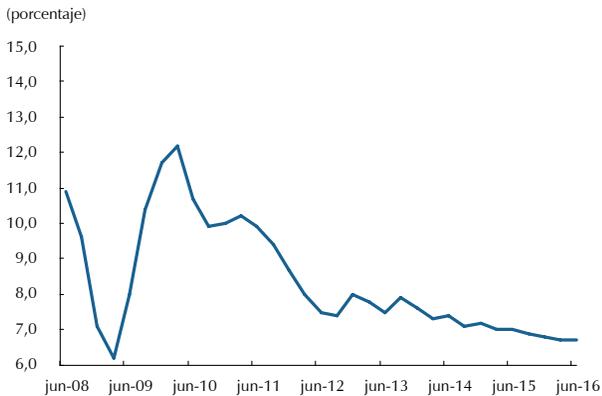
Debido a la baja inflación y a las escasas presiones sobre los precios provenientes de la demanda, en su reunión de julio el BCE anunció que mantendrá la postura monetaria expansiva y que la prolongará más de lo presupuestado. De acuerdo con este organismo, dicha postura se mantendrá hasta asegurar que la inflación se encuentre en una senda compatible con sus objetivos.

Entretanto, en gran parte de los países emergentes se sigue presentando un dinamismo menor que el observado en años anteriores. En el caso de China el crecimiento anual del PIB en el segundo trimestre fue igual al del primero, de 6,7% (Gráfico 6). Esto, como consecuencia, en gran parte, de un aumento en las ventas al por menor, que estarían compensando la moderación en el ritmo de crecimiento de la inversión en activos fijos y de la producción industrial.

En América Latina la expansión del PIB para el primer trimestre del año presentó un comportamiento mixto entre países, aunque muchos siguieron afectados por la caída de sus términos de intercambio. En el caso de Perú la tasa de crecimiento fue relativamente alta debido a un importante crecimiento en el sector minero. Entre tanto,

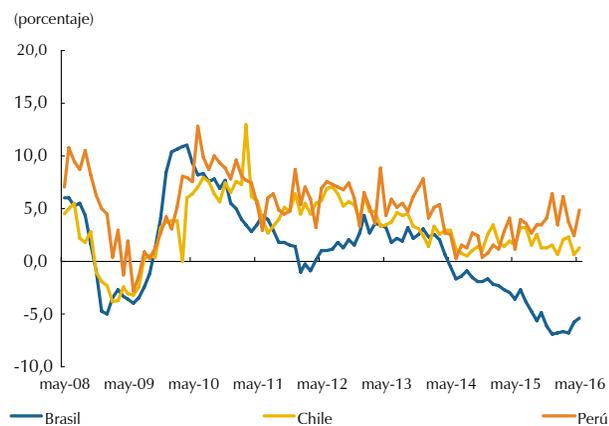
4 Este informe se produjo sin contar con el registro oficial de crecimiento de la zona del euro para el segundo trimestre, cuyo primer estimativo se dio a conocer el 29 de julio. De acuerdo con aquel, el PIB se expandió en dicho período 0,3% trimestral, inferior al del primer trimestre del año de (0,6%).

**Gráfico 6**  
Crecimiento anual del PIB real para China



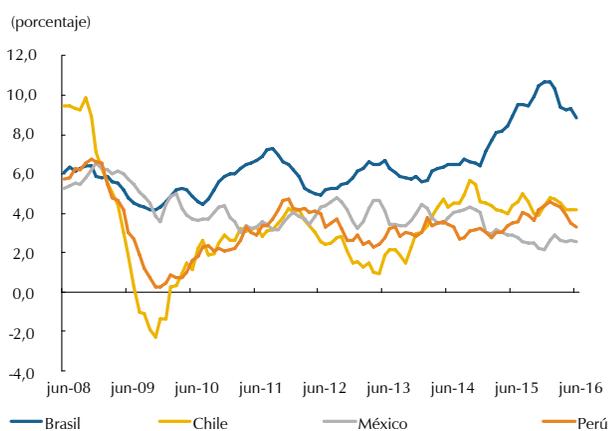
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 7**  
Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina



Fuente: Datastream.

**Gráfico 8**  
Inflación anual para algunas economías de América Latina



Fuente: Datastream.

Chile y México continuaron creciendo a tasas bajas. Por su parte, las economías de Brasil, Ecuador y Venezuela<sup>5</sup> presentaron retrocesos fuertes. Con respecto al segundo trimestre del año, los indicadores de actividad económica de mayo señalan que las economías de Chile y Perú estarían presentando expansiones ligeramente inferiores a las observadas en el primer trimestre, mientras que la economía brasilera pareciera estar tocando fondo (Gráfico 7).

Por otra parte, los registros de inflación a junio en las economías de América Latina continúan con una trayectoria descendente, la cual se inició en enero. A pesar de esto, la inflación en Brasil aún se mantiene en niveles elevados, no así, en Chile, Perú y México, pues en los primeros dos se encontró levemente por encima del límite superior de sus respectivos rangos meta (Gráfico 8), mientras que en México estuvo en la parte baja<sup>6</sup>. En este entorno, solo México presentó incrementos en la tasa de referencia durante el segundo trimestre.

## 2. Precios de los productos básicos

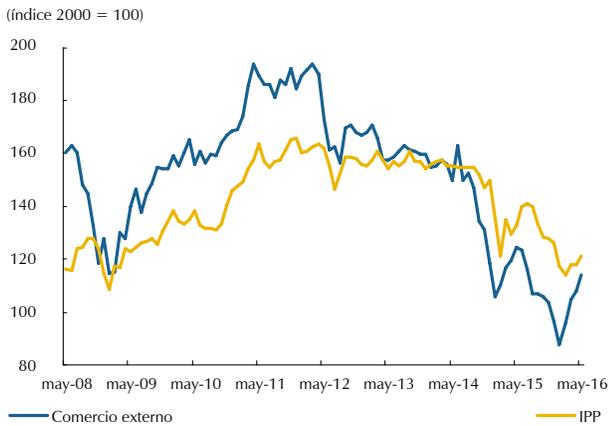
Los precios de los principales productos exportados por Colombia se han incrementado durante el segundo trimestre de 2016, luego de haber caído a valores mínimos a comienzos del año. Aun así, continúan en niveles bajos con relación a lo registrado en el pasado reciente (Gráfico 9).

Por productos, el precio promedio del petróleo (referencia Brent) pasó de un valor de USD 39,8 por barril en marzo, a uno de USD 49,9 en junio y con algún descenso leve en las primeras semanas de julio (Gráfico 10). Este incremento estuvo explicado por la reducción en el exceso de oferta mundial que estaría sustentada, en gran parte, por factores de oferta. Durante el trimestre han ocurrido eventos ajenos a las decisiones intrínsecas de los productores de crudo, tales como: cortes en la producción de Nigeria e Irak por ataques terroristas,

5 Aunque no se tienen datos de crecimiento para el primer trimestre de Ecuador y Venezuela, ciertos indicadores podrían dar luces de que sus economías continuaron contrayéndose.

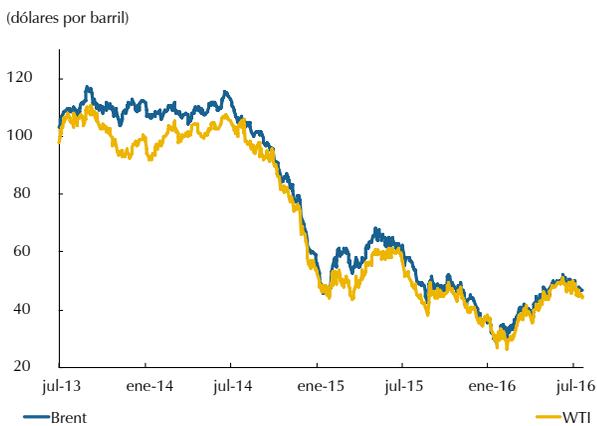
6 El rango meta para Chile y México es 3% +/- 1% y para Perú es 2% +/- 1%.

**Gráfico 9**  
Índice de términos de intercambio  
(metodología comercio e IPP)



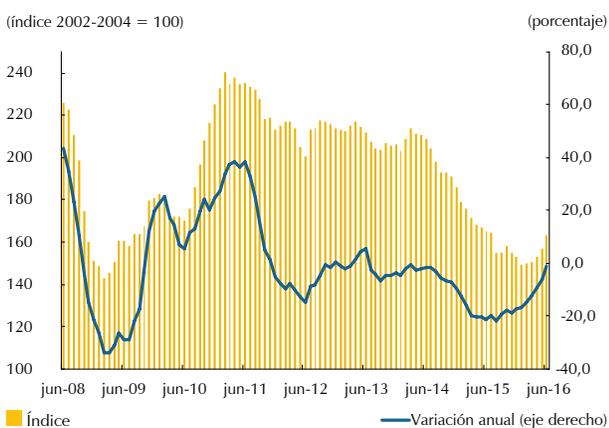
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 10**  
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

**Gráfico 11**  
Precios internacionales de los alimentos



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

interrupciones en la extracción de Canadá debido a los incendios forestales, suspensión en las exportaciones de Libia asociados con problemas en algunos puertos y la reducción del 50% en la producción de Kuwait por una huelga en los pozos.

Sumado a estos factores se encuentra una reducción en la producción y la inversión en el sector petrolero en los Estados Unidos, a causa de los bajos precios observados y esperados. Por su parte, los inventarios estadounidenses también han presentado algunas caídas, aunque permanecen en niveles históricamente elevados. Por último, la menor aversión al riesgo en los mercados financieros y los temores de que la producción en Venezuela se vea afectada por los problemas políticos pudieron haber generado presiones adicionales sobre el precio del petróleo.

No obstante, vale la pena resaltar que, pese a las mejoras de los últimos meses, el precio se mantiene por debajo del promedio para todo 2015 (USD 53).

En el caso de los precios del níquel y de otros metales para uso industrial exportados por algunos socios comerciales del país, también se observaron algunos incrementos durante el trimestre. Esta subida se vio explicada, en gran parte, por fenómenos de oferta en diferentes partes del mundo, donde problemas climáticos o regulatorios han reducido la producción de estos bienes.

La cotización internacional del café también mostró incrementos en los últimos cuatro meses, como consecuencia de una creciente demanda mundial por café y de algunos problemas climáticos que enfrentaron varios países exportadores. Esta situación ha dado como resultado un precio, en el segundo trimestre, superior al observado en promedio durante 2015.

En cuanto a las cotizaciones internacionales de los alimentos, el índice de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés) mantuvo caídas anuales importantes en el segundo trimestre, pese al aumento de los precios frente al trimestre anterior (Gráfico 11). Los ligeros incrementos que se observaron durante estos meses corresponden, en gran medida, a factores

climáticos que han reducido las cosechas en diferentes partes del mundo. Dado que Colombia es importador de este tipo de bienes, los incrementos observados habrían frenado, en alguna medida, las mejoras en el indicador de términos de intercambio. Cabe señalar que desde la última semana de junio se han observado descensos de importancia en el precio del maíz, la soya y el trigo.

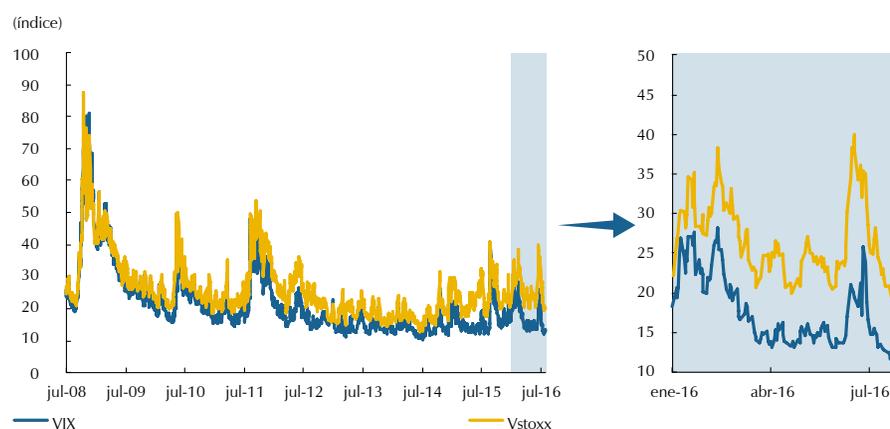
### 3. Mercados financieros

Los mercados financieros, que mostraron una relativa calma en abril y mayo frente a lo observado a comienzos de año, se vieron golpeados en junio por los resultados del referendo en el Reino Unido en favor de abandonar la Unión Europea (evento conocido como *brexit*). Durante dicho mes se presentó un incremento significativo en los indicadores de volatilidad que, sin embargo, fue de corta duración, pues a comienzos de julio estos habían retornado a niveles bajos (Gráfico 12). No obstante, en mercados específicos, como el de renta fija y el bursátil, las repercusiones continuaban en las primeras semanas de julio.

En el primer caso los agentes, presumiblemente en busca de activos más seguros, han incrementado la demanda por bonos, lo que ha ocasionado una caída en las tasas de los títulos en los Estados Unidos y en Europa, llegando en algunos casos a terreno negativo (Gráfico 13). Asimismo, las primas de riesgo en América Latina han continuado a la baja después de los máximos de febrero (Gráfico 14). Para Colombia se observa una caída de los *credit default swaps* (CDS) a cinco años desde su valor máximo de 326 puntos básicos (pb) el 11 de febrero, a 184 pb a mediados de julio.

En cuanto a los índices bursátiles después de las caídas asociadas con el *brexit*, se observan comportamientos diferenciados por zonas: mientras que en los Estados Unidos y en los países emergentes se han presentado incrementos, en Europa y Japón no han logrado retornar a los niveles previos al acontecimiento (Gráfico 15).

Gráfico 12  
Índices de volatilidad financiera



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 13  
Tasas de interés de algunos bonos soberanos a 10 años

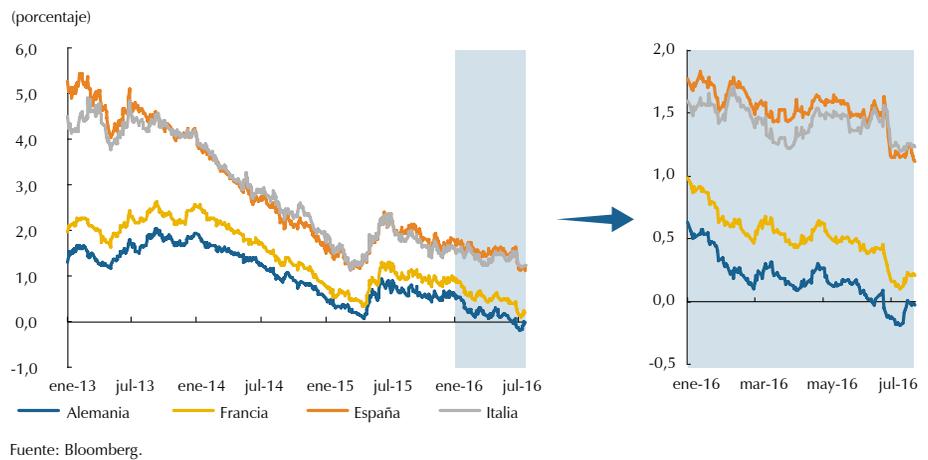
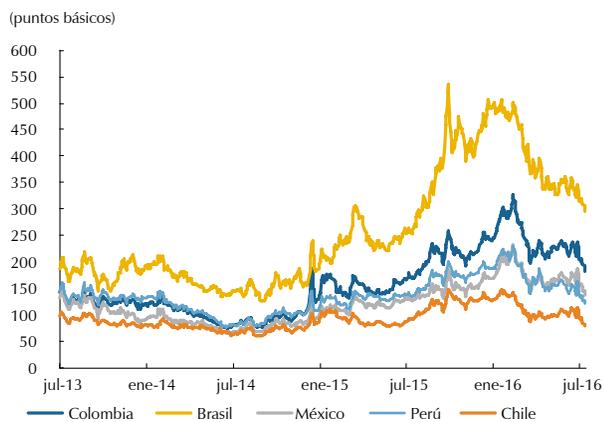


Gráfico 14  
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



Con respecto a las monedas, a partir del referendo del Reino Unido, el dólar ha mostrado una apreciación frente a la mayoría de divisas del mundo, sin alcanzar aún los altos niveles observados al principio del año (Gráfico 16).

Entre tanto, las tasas de cambio de las monedas de América Latina se mantuvieron relativamente estables frente al dólar, donde Brasil y Chile registraron leves apreciaciones (Gráfico 17). El peso colombiano alcanzó una tasa promedio de COP 2.986 entre abril y julio, frente a COP 3.251 del primer trimestre.

El 22 de julio se publicó una noticia relevante para Colombia: la calificadora Fitch Ratings redujo la

Gráfico 15  
Índices accionarios globales

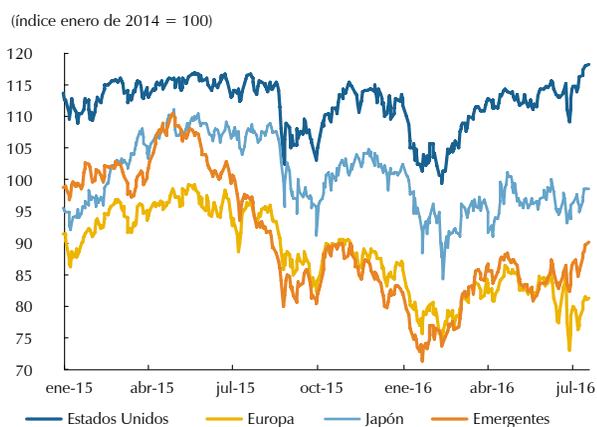


Gráfico 16  
Índice de tasa de cambio del dólar (ponderado por comercio)

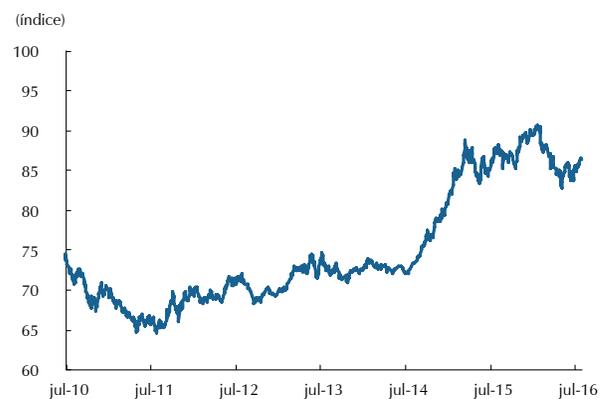


Gráfico 17  
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

perspectiva de la deuda del país de estable a negativa. Esto ocasionó algunos incrementos en la prima de riesgo y la tasa de cambio.

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

Los pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Colombia (ponderados por comercio) para 2016 se mantuvieron relativamente estables. Las proyecciones actuales sugieren un crecimiento para todo el año de 0,6%, algo levemente superior al 0,5% que se preveía hace tres meses. Los crecimientos de los Estados Unidos y Ecuador fueron revisados a la baja, mientras que los de China y Perú fueron revisados al

alza (Cuadro 1). Para 2017, si bien se espera alguna recuperación frente al presente año, el crecimiento de los socios comerciales seguiría siendo muy bajo, en comparación con lo observado en la última década (Gráfico 18).

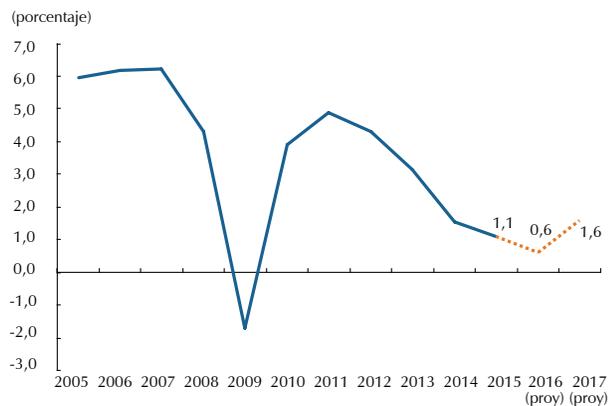
La revisión a la baja de los pronósticos de los Estados Unidos de 2,2% a 1,9% ocurrió como consecuencia de que el PIB y el consumo del primer trimestre del año fueron más bajos que los anticipados por los principales analistas del mercado y por el

Cuadro 1  
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2015	Proyecciones para 2016			Proyecciones para 2017		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
<b>Principales socios</b>							
Estados Unidos	2,4	1,3	1,9	2,3	1,2	2,2	2,6
Zona del euro	1,7	0,8	1,6	2,0	0,0	1,2	1,8
Venezuela	(5,7)	(10,0)	(7,0)	(4,0)	(7,0)	(4,0)	
Ecuador	0,3	(5,0)	(3,0)		(3,0)		1,0
China	6,9	6,2	6,6	6,9	5,2	6,2	6,6
<b>Otros socios</b>							
Brasil	(3,8)	(4,5)	(3,5)	(2,8)	(0,5)	0,7	2,0
Perú	3,2	3,0	3,8	4,2	3,0	4,2	5,0
México	2,5	1,8	2,4	2,8	1,8	2,7	3,3
Chile	2,1	1,2	1,8	2,2	1,5	2,5	3,5
<b>Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)</b>	<b>1,1</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>
<b>Países desarrollados<sup>a/</sup></b>	<b>1,9</b>		<b>1,8</b>			<b>1,8</b>	
<b>Países emergentes y en desarrollo<sup>a/</sup></b>	<b>4,0</b>		<b>4,1</b>			<b>4,6</b>	
<b>Total mundial<sup>a/</sup></b>	<b>3,1</b>		<b>3,1</b>			<b>3,4</b>	

a/ Pronósticos FMI de Julio de 2016. Actualización de las proyecciones centrales del Informe WEO de abril. Fuente: Fondo Monetario Internacional; proyecciones y cálculos del Banco de la República.

Gráfico 18  
Crecimiento promedio de los socios comerciales  
(ponderado por comercio no tradicional)



(proy) proyección.  
Fuente: Fondo Monetario Internacional; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

equipo técnico del Banco de la República. Pese a esto, se espera que el consumo de los hogares se fortalezca como motor de crecimiento de esta economía, ya que los factores fundamentales del gasto de las familias se mantienen en niveles favorables. Por esta misma vía se espera que la inversión residencial genere un impulso adicional. Entre tanto, la inversión no residencial deberá dejar de restar al crecimiento gracias a la estabilización del precio de petróleo, aunque no se perciba a esta inversión como una fuente de crecimiento, dado el contexto actual de alta incertidumbre económica y financiera y de precios relativamente bajos frente a lo que se observó en la última década y media. Por último, la apreciación del dólar y la débil demanda mundial serán un obstáculo para las exportaciones de ese país.

Afin con lo anterior, se espera que el mercado laboral en los Estados Unidos continúe con su recuperación y que la tasa de desempleo se mantenga cercana a los niveles de largo plazo. Por su parte, la inflación deberá seguir incrementándose a una tasa lenta, hacia la meta de la Fed; por lo que no se espera que se alcance ese objetivo durante 2016. En este contexto, se estima, como máximo, un incremento de 25 pb en las tasas de referencia por parte de la Fed hacia finales de 2016 o principios de 2017.

En la zona del euro la recuperación de la economía continuaría lentamente, tal y como se esperaba en el *Informe* anterior. Los indicadores que se han observado hasta el momento para la zona permitirían en un principio elevar las proyecciones para lo restante del año y para 2017; sin embargo, la incertidumbre del *brexit* y el impacto que pueda tener sobre Europa nubla el panorama de la región. Así, en este *Informe* se mantiene un escenario de inflación baja y de escasas presiones de demanda, en el cual el BCE conserva una política altamente expansiva, lo que favorecería la recuperación de la economía, soportada principalmente en el consumo y la inversión. Se espera que las exportaciones no sean una fuente de crecimiento, dado el pobre dinamismo de la demanda mundial.

En el caso de China, la expectativa es que siga expandiéndose a un ritmo similar al observado en lo corrido del año y algo superior a lo supuesto en el *Informe* de marzo. El cambio hacia una economía más soportada por el consumo privado debería continuar, por lo que las tasas de crecimiento de la inversión y las exportaciones seguirían reduciéndose.

En Ecuador, la estimación de crecimiento para todo 2016 se revisó a la baja en medio punto porcentual (pp), a -3,0%. Lo anterior, en parte, como resultado del ajuste fiscal que efectúa este país para enfrentar el fuerte choque de sus términos de intercambio y para poder costear la reconstrucción después del terremoto del primer trimestre. Al respecto, se espera un incremento en los impuestos, que reduciría el ingreso disponible de los consumidores y por esta vía el consumo agregado. La

Las proyecciones actuales de crecimiento de los socios comerciales de Colombia sugieren un crecimiento para todo el 2016 de 0,6%.

pérdida de competitividad por el fortalecimiento del dólar seguiría afectando su desempeño económico, sobre todo al golpear las exportaciones.

En Brasil se percibe que la economía tocó fondo entre el primer y segundo trimestre, por lo que ya se vislumbra una reducción en el ritmo de contracción económica. De hecho, las exportaciones fueron significativamente altas durante el primer trimestre del año, gracias a la depreciación del real.

En México y Chile se esperan registros de bajo crecimiento con respecto a lo observado en los últimos diez años; mientras que en Perú se proyectan crecimientos superiores a los anticipados por el equipo técnico del Banco de la República tres meses atrás. Estas mayores expansiones se darían gracias a un mayor aporte de los sectores minero y pesquero.

El escenario central anterior sigue presentando importantes riesgos a la baja. El principal proviene del *bretxit* y de la alta incertidumbre acerca de los impactos que este tendría sobre el sector financiero, la economía del Reino Unido y la zona del euro, y de cómo podría afectar al incipiente crecimiento en el resto del mundo. También, se estiman los riesgos sobre las acciones políticas que se podrían desencadenar con el retiro del Reino Unido de la Unión Europea.

Otro riesgo importante se encuentra en la vulnerabilidad que exhibe el sector bancario en Italia y los efectos que se puedan generar en los demás países de la periferia europea si estos problemas se profundizan. En cuanto a China, se mantiene el riesgo de que exista una desaceleración más fuerte que la estimada y que esta ocurra en medio de una creciente inestabilidad financiera. Los riesgos en los Estados Unidos son derivados de las elecciones políticas que se realizarán a finales del 2016.

Con respecto a los precios de las principales materias primas exportadas por Colombia, el actual *Informe sobre Inflación* contempla una revisión al alza en el precio del petróleo y del café para el año 2016; en tanto el precio del carbón y del ferróníquel fueron revisados ligeramente a la baja (Cuadro 2).

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

Principales productos	2015	Proyecciones para 2016			Proyecciones para 2017		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	1,51	1,40	1,55	1,70	1,30	1,60	1,90
Petróleo Brent (dólares por barril)	52,9	38,00	43,00	47,00	35,00	50,00	60,00
Carbón (dólares por tonelada)	60,1	40,00	47,00	54,00	35,00	50,00	60,00
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	11.877	7.696,30	8.682,09	9.667,88	7.892,02	9.472,16	11.026,25
Oro <sup>a/</sup> (dólares por onza troy)	1.160	1.450,00	1.300,00	1.200,00	1.550,00	1.250,00	1.100,00

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.

*Los precios de algunas de las principales materias primas exportadas por Colombia se revisaron al alza, en particular, el del petróleo y del café.*

En el caso particular del precio del petróleo, el pronóstico central para 2016 es de USD43 por barril, superior a los USD35 del *Informe* anterior. Este pronóstico contempla una reducción en el exceso de oferta debido a que se mantendrían los cortes actuales en la producción de Nigeria, la producción en Canadá continuaría mermada tras los episodios de incendios forestales y la producción de los Estados Unidos permanecería en niveles bajos. Por el lado de la demanda, se espera que continúe con el mismo dinamismo, dado que China mantendría tasas de crecimiento considerables de su producto. Estas fuerzas de oferta y demanda mantendrán el mercado en equilibrio, a pesar de incrementos en la producción de Irán y los aún altos niveles de los inventarios.

## B. BALANZA DE PAGOS

El choque a los términos de intercambio que enfrentó la economía colombiana desde mediados de 2014, resultado de la fuerte caída del precio internacional del petróleo y de otras materias primas, ha significado una menor dinámica del ingreso nacional, así como una moderación de los flujos de recursos de financiación externa. Lo anterior ocurrió en un momento en el cual el país registraba una tendencia de ampliación de los desbalances externos, donde el déficit corriente como proporción de PIB mostraba un aumento de 3,2% en 2013 a 4,4% en el primer semestre de 2014 (previo al choque).

Consecuente con el choque de precios, durante 2015 se observó un aumento considerable del déficit comercial de bienes, resultado principalmente de la fuerte contracción en las exportaciones de petróleo. No obstante, el déficit corriente en dólares se redujo (USD 734 m)<sup>7</sup>, en comparación con lo ocurrido en 2014, gracias tanto a la disminución de las importaciones y de los egresos netos por servicios y por la renta neta de factores, como a los mayores ingresos por transferencias.

*Durante el primer trimestre de 2016 la cuenta corriente de la balanza de pagos fue menos deficitaria respecto al mismo periodo de 2015, resultado de una contracción de los egresos corrientes mayor a la de los ingresos.*

### 1. Resultados para el primer trimestre de 2016

Durante el primer trimestre de 2016 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país mostró un déficit de USD 3.381 m, inferior en USD 1.809 m al registrado un año atrás. Como proporción del PIB, el déficit se ubicó en 5,6%, lo que significa una reducción frente al del primer trimestre de 2015 (de 7,0% del PIB). Lo anterior fue el resultado de una contracción de los egresos corrientes mayor a la de los ingresos. Desde el punto de vista de la actividad real, aquello es coherente con la desaceleración de la demanda interna a comienzos del año (véase el capítulo II de este *Informe*), que a su vez refleja que la economía se ha venido ajustando a la

---

<sup>7</sup> Como proporción del PIB, el déficit corriente en 2015 fue de 6,4%, lo que significó un incremento de 1,3 pp frente al 5,1% de 2014; por tanto, el incremento del déficit como proporción del PIB no refleja el menor valor absoluto del déficit de la cuenta corriente en dólares, sino que se explica por la reducción en dólares del PIB corriente, debido a la depreciación del 37% del peso frente al dólar en dicho periodo.

*La contracción anual del déficit en el primer trimestre viene dada por un balance comercial de bienes y servicios menos deficitario, menores egresos por renta de factores y mayores ingresos por transferencias corrientes.*

nueva trayectoria del ingreso nacional. Al menor déficit también contribuyeron los mayores ingresos por transferencias corrientes.

El comportamiento del balance externo en dólares estuvo caracterizado por una reducción en el déficit de la balanza comercial de bienes y servicios, unos menores egresos netos por la renta de factores y mayores ingresos por transferencias corrientes, en particular por un importante crecimiento del 12,4% de las remesas de trabajadores frente al mismo período del año anterior. La disminución del déficit comercial de bienes (USD 324 m) fue el resultado de una importante contracción de las importaciones en USD 3.308 m (-24,5%), que compensó con creces la reducción de las exportaciones en USD 2.984 m (-29,7%), en un entorno de profundización de la caída de los precios de los principales bienes básicos y sus consecuencias sobre algunos de los principales socios comerciales del país.

A lo anterior se sumó un menor déficit en el rubro de renta de los factores (USD 762 m) y una reducción de los egresos netos relacionados con el componente de servicios (USD 571 m) en comparación con lo registrado un año atrás. En ambos casos, como resultado de una importante reducción de los egresos corrientes asociados con estos rubros.

Con respecto al ajuste observado en el balance de servicios y en los egresos netos de la renta factorial, dichas reducciones fueron mayores a las estimadas por el equipo técnico del Banco. La sobreestimación se explica por una reducción más pronunciada de las utilidades remitidas por las empresas con inversión extranjera directa (IED) frente a lo previsto, y por una disminución mayor en las importaciones de servicios de transporte, de viajes y de los empresariales dirigidos al sector mineroenergético.

En cuando al financiamiento externo, en el primer trimestre de 2016 se observaron entradas netas de capital por USD 3.240 m, inferiores a lo observado un año atrás, cuando se ubicaron en USD 5.289 m. En particular, la inversión directa neta (USD 3.594 m) aumentó en USD 668 m el primer trimestre frente a lo observado un año atrás, resultado de un aumento de los recursos de IED que fueron compensados parcialmente por mayores inversiones directas de colombianos en el exterior. El incremento en el flujo de recursos por IED se concentró en el sector de electricidad, gas y agua, y se explica, principalmente, por la venta de Isagén. Por el contrario, los demás sectores en conjunto registraron una contracción de los flujos de inversión directa del 32% anual.

*En el primer trimestre de 2016 las entradas netas de financiación externa fueron menores en USD 2.049 m frente a lo registrado un año atrás, resultado principalmente de menores recursos de inversión de cartera.*

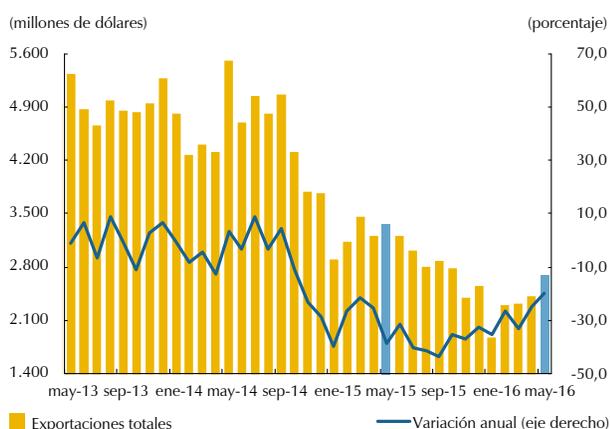
Por su parte, durante el primer trimestre de 2016 el país recibió USD 2.169 m por concepto de inversiones extranjeras de cartera, suma inferior en USD 1.892 m a la obtenida un año atrás, sobre todo por menores recursos dirigidos al sector público (bonos y deuda local). Por concepto de otros flujos de capital el país constituyó activos en el exterior por USD 2.060 m, originados en especial en depósitos realizados por entidades del sector público. Este monto contrasta con los desembolsos netos por USD 1.733 m recibidos en el primer trimestre de 2015. En el primer cuarto del año las reservas internacionales aumentaron en USD 98 m.

## 2. Pronósticos

Los ejercicios de pronóstico efectuados para este *Informe* indican que el déficit en la cuenta corriente se seguirá ajustando en los tres trimestres restantes de 2016, frente a iguales periodos en 2015. Esta tendencia se ve favorecida por un escenario de mayores precios de materias primas estimados para el segundo semestre, superiores a los esperados en el *Informe* anterior. En este sentido, para el segundo trimestre de 2016 se estima que el balance comercial de bienes será menos deficitario que en el segundo trimestre de 2015 y que en el primero de 2016, debido a que se espera una fuerte contracción de las compras externas en dólares frente a unas exportaciones, que aunque se siguen contrayendo, lo hacen a una menor tasa que lo observado en trimestres anteriores, gracias, en parte, a la recuperación de la mayoría de los precios de referencia para los productos básicos de exportación del país (véase la sección A de este capítulo).

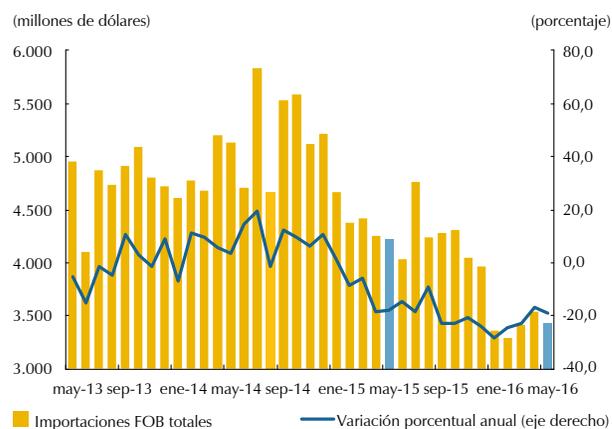
La información disponible de comercio exterior de bienes para el bimestre abril-mayo tiende a confirmar esta proyección. En dicho período las exportaciones totales en dólares cayeron en USD 1.463 m (-22,3%) con respecto al año anterior (Gráfico 19), afectadas por las cotizaciones de los precios internacionales de los productos básicos, que aunque se recuperaron durante dicho período, se mantienen en niveles bajos frente a los observados una año atrás, y por un valor inferior exportado de los bienes industriales. Por su parte, las importaciones FOB<sup>8</sup> en dólares se contrajeron en USD 1.518 m (17,9% en términos anuales) (Gráfico 20) (véase sombreado, p. 28).

Gráfico 19  
Exportaciones totales  
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20  
Importaciones FOB totales  
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

8 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF, las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas durante abril y mayo de 2016 fue de USD 3.482 m, lo que representa una reducción de 17,9% anual.

## EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES PARA EL PRIMER TRIMESTRE DE 2016 Y LO CORRIDO DEL SEGUNDO

### Primer trimestre:

Durante el primer trimestre de 2016 se registró una caída de las exportaciones totales de 31,7% con respecto al año anterior, debido a menores ventas externas de bienes de origen minero, agrícola e industriales, las cuales se contrajeron en 44,9%, 18,5% y 8,9% anual, respectivamente. En el primer grupo, se destaca la reducción en las exportaciones de petróleo de 55,3% anual, consecuencia principalmente del descenso en el precio internacional del crudo (que registró en este período un nivel 35,1% menor que el observado en 2015 en promedio). Por otro lado, la caída en las exportaciones de bienes agrícolas refleja las disminuciones en las ventas de café y flores (de 30,4% y -7,4%, respectivamente). Las exportaciones de banano, por su parte, crecieron en el trimestre 2,0%.

Las exportaciones industriales<sup>1</sup> se vieron afectadas, principalmente, por la reducción en las ventas externas de vehículos, productos químicos y caucho y plástico. Por destinos, el más afectado fue el comercio con Ecuador, hacia donde se registró una caída del 35,1%. A su vez, las ventas de bienes de este grupo hacia Venezuela se redujeron un 5,5%. Por el contrario, las exportaciones industriales hacia la Unión Europea y los Estados Unidos crecieron 17,4% y 7,6% durante el primer trimestre, respectivamente.

Por su parte, las importaciones en dólares cayeron 25,1% anual en el primer trimestre, hecho explicado por una disminución en las compras externas en todos los grupos de productos. Las importaciones de bienes intermedios registraron una disminución de 15,4% anual, resultado principalmente de la reducción del valor de las compras de materias primas para la agricultura (-15,8%) y combustibles y lubricantes (-13,2%). Las compras externas de bienes de consumo registraron una disminución de 19,1% anual, con una caída de los bienes durables y no durables (de 28,0% y 10,4%, respectivamente). Por último, las importaciones de bienes de capital registraron una reducción de 39,4% anual, explicada por las caídas en las compras de equipo de transporte (-62,5%), materiales de construcción (-16,9%) y bienes de capital para la industria y la agricultura (-26,7% y -16,9% respectivamente).

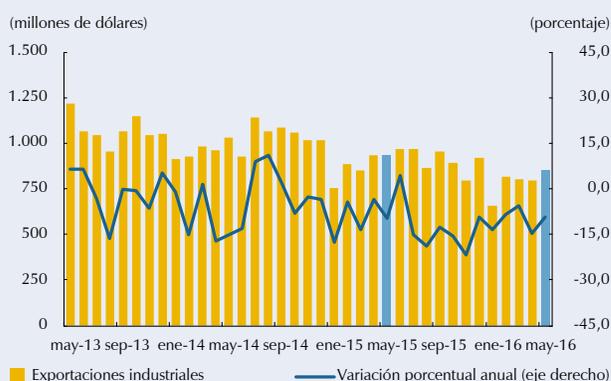
1 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano ni flores; y representan el 35,1% del total exportado en dicho período. Las exportaciones de la industria manufacturera representan el 95,0% de este grupo.

### Bimestre abril-mayo:

Durante el bimestre abril-mayo de 2016 las exportaciones en dólares mostraron de nuevo una importante caída (-22,3%), atribuible a una reducción de las ventas externas de bienes de origen minero e industriales. La fuerte disminución de las exportaciones de origen minero (-34,5%) es atribuible a los bajos precios internacionales de cotización del petróleo, que redundó en una caída en el valor exportado de este producto de 52,0% durante el bimestre. Ello contrasta con el incremento en las exportaciones de productos refinados del petróleo (15,4%) en el mismo período.

Con relación a las exportaciones industriales, entre abril y mayo se observó una disminución de las ventas externas de estos productos de 11,9% anual (Gráfico A). Lo anterior refleja una caída significativa en las exportaciones no tradicionales hacia Venezuela (-37,5%) y Ecuador (-33,8%) (Gráfico B). En contraste, las ventas de productos industriales hacia la Unión Europea y los Estados Unidos crecieron 29,5% y 4,4%, respectivamente.

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

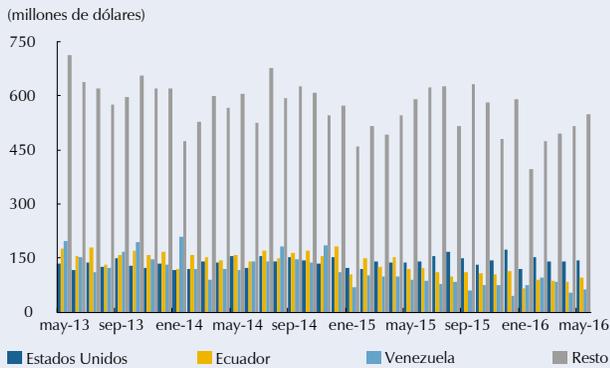


a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, las exportaciones de bienes de origen agrícola registraron un incremento de 13,2% anual durante dicho bimestre, impulsado por los aumentos en el valor de las exportaciones de banano (43,6%), flores (5,1%) y café (18,1%).

En este mismo período las importaciones FOB en dólares reportaron una contracción anual de 18,1%. Esta reducción está asociada con caídas en el valor exportado de todos los tipos de bienes. Las compras externas de bienes de consumo cayeron 16,9% anual, hecho que se explica con la contracción de 25,2% en bienes durables y de 8,2% en bienes no

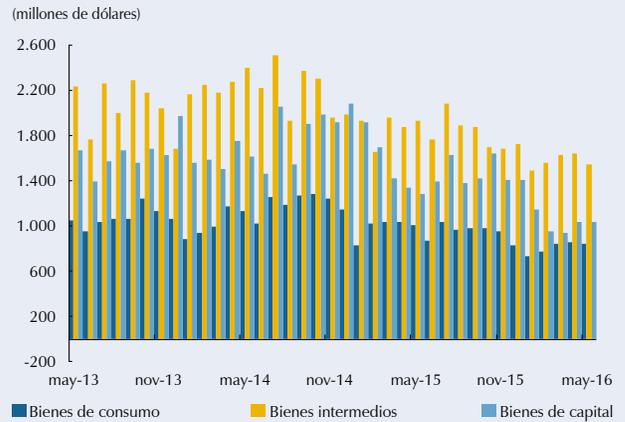
**Gráfico B**  
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto<sup>a/</sup> (mensual)



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

durables. Al comportamiento de las importaciones de bienes durables contribuyeron en su mayoría las disminuciones en vehículos (-23,9%) y máquinas de uso doméstico (-19,0%), mientras que para el caso de los bienes no durables las principales contribuciones fueron las disminuciones en vestuario (-28,4%) y productos alimenticios (-3,0%). Con respecto a las importaciones de bienes intermedios, estas cayeron 16,4%,

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

debido a la disminución en las compras externas de combustibles y lubricantes (-36,8%), materias primas para la agricultura (-18,0%) y para la industria (-9,9%). Finalmente, las compras de bienes de capital se redujeron en 21,7%, caída que se explica por los retrocesos en equipo de transporte (-19,0%), bienes de capital para la industria (-22,5%) y materiales de construcción (-25,4%) (Gráfico C).

Al igual que lo observado en el primer trimestre del año, se espera que para el segundo trimestre haya reducciones adicionales en el déficit de servicios no factoriales (reflejo de menores gastos asociados con el comercio internacional) y en los egresos netos por la renta factorial. Esto último debido al impacto que sobre el giro de utilidades tiene aún los bajos precios de los productos del sector mineroenergético, así como la depreciación del peso y las perspectivas de una actividad económica menos dinámica. Sumado a lo anterior, los ingresos netos por transferencias registrarían niveles superiores a los del mismo período del año anterior. Esto es consistente con un incremento de las remesas de trabajadores, las cuales han crecido en el segundo trimestre a una tasa similar a la del primero (12,5% anual), impulsadas por una ligera recuperación de los recursos provenientes de los Estados Unidos y de la zona del euro.

En términos del financiamiento, para el segundo trimestre de 2016 se estima que los flujos de IED hacia el sector mineroenergético fueron menores a los observados en el mismo período del año anterior, como consecuencia del panorama de precios para este sector. La información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria<sup>9</sup> muestra que en el segundo trimestre hubo un aumento de los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado

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

*Para todo 2016 se estima un déficit en cuenta corriente que se ubicaría alrededor de 5,3% del PIB y un valor aproximado de USD 15.000 m.*

frente a lo observado en el primer trimestre, que significa para el todo el primer semestre unos niveles de financiación externa similares a los registrados un año atrás en este tipo de inversión. A lo anterior se han sumado recursos provenientes de colocaciones de bonos y créditos externos obtenidos por el sector público no financiero y el sector privado.

Al igual que en el *Informe* anterior, para todo 2016 se consideraron diferentes escenarios de pronóstico de balanza de pagos asociados con las condiciones y con 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.

La estimación del déficit de la cuenta corriente para todo 2016 es inferior a lo proyectado tres meses atrás, lo que implica un mayor ajuste del balance externo tanto en dólares y como porcentaje del PIB con respecto a lo registrado en 2015. Así, en el escenario más probable, el déficit de la cuenta corriente estaría alrededor de USD 15.000 m, correspondiente a 5,3% del PIB (Cuadro 3). Dicho pronóstico incorpora el efecto que tienen los bajos precios de referencia de los productos básicos de exportación en diferentes cuentas del balance externo, así como los efectos de una desaceleración en la actividad económica colombiana. En este sentido, se estima que el balance en el comercio de bienes continuaría siendo ampliamente deficitario, pero menor al registrado en 2015, en un escenario de contracción de las exportaciones, tanto tradicionales como no tradicionales, compensado por una importante reducción de las importaciones. Esto iría acompañado de una reducción del déficit en el balance de servicios y en la renta de los factores, y un aporte adicional de las transferencias corrientes dado el crecimiento de las remesas de trabajadores que se ha venido observando en los últimos meses. Así mismo, teniendo en cuenta los escenarios de máximo y mínimo esperados de las variables externas (véase la sección A de este capítulo) se estima un rango de déficit entre -4,6% y -5,8% del PIB.

*Se estima que el comercio de bienes en 2016 continuaría siendo ampliamente deficitario, pero menor al registrado en 2015, acompañado de una reducción del déficit en el balance de servicios y en la renta de los factores.*

Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás para el balance externo de todo 2016, se estima una menor contracción de las exportaciones tradicionales, en particular por la revisión del precio del petróleo de USD 35 a USD 43 el barril (Brent). Por su parte, se revisó a la baja el pronóstico del crecimiento de las exportaciones sin principales productos (resto), debido a la mayor desaceleración de estas ventas externas en lo corrido del año frente a lo esperado. Adicionalmente, el pronóstico de importaciones es algo menor al presentado hace tres meses, tomando en cuenta el comportamiento que han mostrado las compras externas en lo corrido del año y la desaceleración estimada de la demanda interna para todo 2016, en particular por una mayor caída de la inversión que demanda importaciones.

El desempeño de las ventas externas continuaría estando afectado por las menores previsiones de precios para todos los principales productos de exportación con respecto al año anterior, a pesar de las revisiones al alza frente al *Informe* de hace

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

	2012	2013	2014 (pr)	2015 (pr)	2016 (proy)
<b>Cuenta corriente (A + B + C)</b>	<b>(11.271)</b>	<b>(12.355)</b>	<b>(19.489)</b>	<b>(18.755)</b>	<b>(14.978)</b>
<b>Porcentaje del PIB</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(5,2)</b>	<b>(6,4)</b>	<b>(5,3)</b>
A. Bienes y servicios	(860)	(2.764)	(11.298)	(18.062)	(15.253)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(14.989)	(14.184)	(12.549)	(5.809)	(5.208)
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.579	4.594	4.358	5.117	5.483
<b>Cuenta financiera (A + B + C + D)</b>	<b>(11.754)</b>	<b>(11.848)</b>	<b>(19.836)</b>	<b>(18.948)</b>	<b>(14.978)</b>
<b>Porcentaje del PIB</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(5,2)</b>	<b>(6,5)</b>	<b>(5,3)</b>
A. Inversión directa (ii - i)	(15.646)	(8.559)	(12.426)	(7.724)	(8.437)
i. Extranjera en Colombia (IED)	15.039	16.211	16.325	11.942	11.937
ii. Colombiana en el exterior	(606)	7.652	3.899	4.218	3.500
B. Inversión de cartera (1+2)	(5.690)	(6.978)	(11.654)	(9.531)	(1.463)
Inversión de cartera	(5.690)	(6.978)	(11.654)	(9.531)	(1.463)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	4.176	(3.257)	(193)	(2.107)	(5.610)
D. Activos de reserva	5.406	6.946	4.437	415	533
Errores y omisiones (E y O)	(483)	507	(347)	(193)	0

pr: preliminar; proy: proyección.

Fuente: Banco de la República

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>.

tres meses. Lo anterior estaría compensado parcialmente por la recuperación de las exportaciones de derivados del petróleo, gracias a que Reficar empezaría a operar a su máxima capacidad desde mediados de este año. Para el resto de productos se estima una reducción de alrededor de 7%, que obedece principalmente a la desaceleración de la demanda externa de los socios comerciales del país y a pesar del efecto que la depreciación pueda tener sobre la competitividad de las exportaciones.

De esta forma, en el escenario central las exportaciones de los principales productos caerían cerca de 25,2% en todo el año, mientras las exportaciones totales en dólares se contraerían en 17,6%. Por su parte, las importaciones en dólares se contraerían -15,6% frente a lo observado en 2015, sobre todo por una importante reducción de las compras externas de bienes de consumo durable y de bienes de capital asociados con la industria mineroenergética. Los factores que están detrás de esta caída en las importaciones son, entre otros, una demanda interna menos dinámica, la sustitución de parte de las importaciones de combustibles con la entrada en operación de Reficar y reducciones adicionales de los precios en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios.

Para todo 2016 también se proyecta una reducción adicional a la observada en 2015 en el déficit del comercio de servicios, como resultado de los efectos de la depreciación sobre el balance neto de algunos servicios como los empresariales y el turismo, y de la reducción de precios de servicios importados como el transporte de carga. Así mismo, se estima una disminución en los egresos netos por renta

*En todo 2016 se estiman flujos de capital menores a los observados para 2015, resultado de una reducción de los recursos de la inversión extranjera de portafolio ante una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales.*

de factores, asociada en particular con la menor remisión de utilidades, tanto del sector mineroenergético como del resto de sectores, dadas unas menores perspectivas de crecimiento. En ambos casos, la reducción del déficit en servicios y en la renta de los factores es menor que la estimada un trimestre atrás, debido al efecto que tiene la recuperación del precio del petróleo sobre el valor de los fletes y sobre las utilidades del sector mineroenergético.

En cuanto al financiamiento del déficit, se espera que en todo 2016 los flujos de capital sean menores a los estimados para 2015, pues se prevé una reducción de los recursos de la inversión extranjera de portafolio, como resultado de una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. En particular, se estiman menores recursos derivados de la colocación de bonos en los mercados internacionales, tanto del sector público como privado, así como menores flujos de inversión de los extranjeros en el mercado de deuda pública local.

Los menores recursos de portafolio estarían parcialmente compensados por mayores flujos netos de inversión directa y de crédito externo. En particular, se proyecta una inversión directa neta superior a la observada el año anterior, gracias a los recursos provenientes de la venta de Isagén y a que se espera una caída de la inversión de colombianos en el exterior. Estos flujos compensarían con creces los menores recursos previstos por cuenta de la IED para todos los sectores en general, pero en mayor medida para los de petróleo y minería. Por su parte, los mayores recursos del crédito externo estarían asociados con un mayor endeudamiento del GNC con la banca multilateral y con otros créditos del resto del sector público no financiero. Las obras de infraestructura de las 4G también demandarían algunos recursos de crédito adicionales.

Para 2017 se proyecta un menor déficit en la cuenta corriente (4,3% relativo al PIB), tanto en dólares como proporción del PIB. Esto estaría asociado principalmente con un menor resultado negativo de la balanza comercial de bienes, gracias a que se espera un mejor panorama para los precios de los principales productos de exportación, un mayor crecimiento de los principales socios comerciales y una reducción adicional en el déficit de servicios. Para ese año se espera que la balanza de servicios siga contribuyendo al cierre del balance externo gracias a los procesos de inversión que se han efectuado en años anteriores en sectores como el turismo y los servicios empresariales, lo que, junto con un tipo de cambio competitivo, garantiza que sus exportaciones puedan seguir expandiéndose.

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

**La economía colombiana se expandió 2,5%** durante los primeros tres meses del año, igual a lo pronosticado en el *Informe sobre Inflación* de marzo.

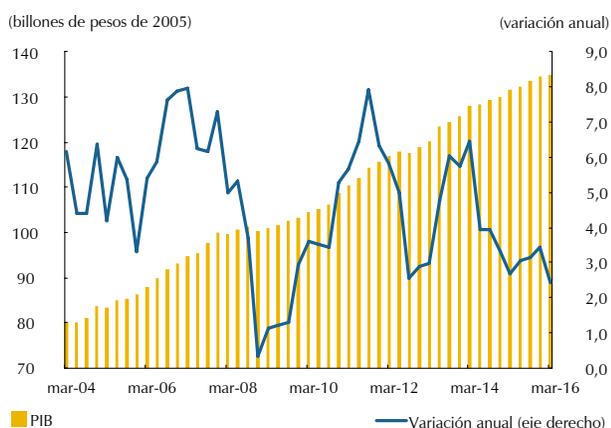
**Dado el fuerte choque a los términos de intercambio** y a la dinámica del ingreso nacional, el ajuste observado de la demanda interna en el primer trimestre de 2016 sigue siendo moderado.

**A marzo, los sectores más dinámicos fueron la industria,** la construcción, y los servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas. En contraste, la minería se contrajo.

**La información disponible para el segundo trimestre** sugiere que la actividad económica se habría expandido a un ritmo similar al registrado durante los primeros tres meses de 2016.

### A. COMPORTAMIENTO DEL PIB DURANTE EL PRIMER TRIMESTRE DE 2016

Gráfico 21  
Producto interno bruto  
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Según lo indican las cifras más recientes del producto interno bruto (PIB), publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), durante los primeros tres meses del año la economía colombiana registró una expansión anual de 2,5% (Gráfico 21), tasa igual a la pronosticada por el equipo técnico del Banco de la República en la versión anterior del *Informe sobre Inflación* y muestra de una desaceleración con respecto al crecimiento reportado para el último trimestre del año pasado (3,4%). Es importante señalar que esta cifra estuvo influenciada por los efectos calendario que significaron la Semana Santa en marzo (y no en abril, como sucedió en 2015) y el día hábil de más en febrero. Así las cosas, la variación entre trimestres fue del 0,2%, lo que correspondió a una variación trimestral anualizada de 0,6%.

*Durante el primer trimestre del año las economías de nuestros principales socios comerciales mostraron desempeños débiles.*

Además de los efectos calendario (que de acuerdo con estimaciones del equipo técnico restaron alrededor de 0,4 pp al crecimiento), la desaceleración de la economía colombiana se explicó por varios factores, tanto internos como externos.

En principio, durante el primer trimestre del año las economías de nuestros principales socios comerciales y de los demás países de la región mostraron desempeños débiles y los términos de intercambio se mantuvieron en niveles bajos con respecto al mismo período de 2015, tal y como se explicó en el capítulo I de este *Informe*. Esta situación continuó golpeando el ingreso nacional disponible y, en consecuencia, tuvo efectos reales sobre la demanda interna.

Además, el incremento en la inflación al consumidor que se observó durante los primeros tres meses del año deterioró el poder adquisitivo de los ingresos de los hogares y seguramente afectó los planes futuros de consumo e inversión de los agentes de la economía. De la mano de lo anterior, la depreciación acumulada del tipo de cambio habría propiciado una variación en los precios relativos en favor de los no transables y en detrimento de los transables. Evidencia de esto es la contracción de la demanda interna de bienes importados, de la cual se hablará más adelante.

El menor ritmo de crecimiento de la demanda interna del primer trimestre fue producto del efecto conjunto de la menor dinámica del ingreso y del cambio en precios relativos ya mencionado. El ajuste de este rubro ocurrió principalmente por una contracción de la inversión, en particular de aquella destinada a la compra de maquinaria para la industria y de equipo de transporte. Por su parte, para el consumo total se observó una expansión a una tasa similar a la de finales de 2015. Si bien el privado registró una leve aceleración, dominada principalmente por una menor contracción del consumo de bienes durables; el público reveló una importante desaceleración, siendo esto resultado del menor nivel de ejecución de recursos públicos, propio del primer año de gobierno en las administraciones regionales y locales; así como del reflejo de la continuación del proceso de ajuste fiscal adoptado por el Gobierno nacional en respuesta a la caída de los precios internacionales del crudo (Cuadro 4).

*La formación bruta de capital se ha visto afectada por la depreciación acumulada de la tasa de cambio y la transmisión de los incrementos de la tasa de interés de política.*

Con respecto a la formación bruta de capital, la caída observada para este rubro fue consistente con el impacto de la depreciación acumulada de la tasa de cambio del peso frente al dólar sobre los precios locales de los bienes importados y con la transmisión de los incrementos de la tasa de interés de política hacia las mercados. Así lo evidenciaron las caídas en los renglones de equipo de transporte, maquinaria y equipo, y en menor medida, en el de inversión agropecuaria. Cabe señalar que una parte importante de la contracción de la inversión se habría dado en el sector mineroenergético, lo cual se explica por la pérdida de rentabilidad de estas actividades en vista de las caídas de precios de materias primas en los años más recientes. En contraste con lo anterior, la inversión en construcción registró una expansión superior a la del resto de la economía. Esto último obedeció a la dinámica de la construcción de edificaciones, tanto residenciales como no residenciales. Para el caso de construcción de obras civiles se observó una tasa de crecimiento baja, en gran medida por una alta base de comparación en el mismo período de 2015.

Cuadro 4  
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2014 Año completo	2015				2015 Año completo	2016 I trim.
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		
Consumo total	4,3	4,4	3,7	4,3	3,3	3,9	3,2
Consumo de hogares	4,2	4,7	3,7	4,2	2,8	3,8	3,4
Bienes no durables	3,2	4,3	3,9	4,6	3,7	4,1	3,9
Bienes semidurables	3,1	5,9	2,8	6,8	3,2	4,6	3,9
Bienes durables	13,5	10,5	2,4	(7,0)	(11,9)	(2,0)	(4,6)
Servicios	4,7	4,4	4,1	4,5	3,7	4,2	3,8
Consumo final del Gobierno	4,7	2,2	2,3	3,1	3,8	2,8	1,6
Formación bruta de capital	11,6	6,5	0,6	3,2	0,4	2,6	(3,7)
Formación bruta de capital fijo	9,8	7,4	3,3	0,4	0,3	2,8	(4,8)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	1,5	(5,9)	(2,8)	0,4	2,9	(1,5)	(0,2)
Maquinaria y equipo	7,1	0,7	(1,9)	(0,3)	(5,4)	(1,8)	(10,1)
Equipo de transporte	10,0	41,2	6,0	3,3	(5,2)	9,4	(32,9)
Construcción y edificaciones	7,7	2,2	10,1	(8,2)	8,1	2,7	11,4
Obras civiles	14,0	3,4	6,4	7,0	4,2	5,2	0,4
Servicios	11,0	1,4	4,7	(3,8)	1,5	0,9	1,4
Demanda interna	6,0	4,7	3,1	4,1	2,5	3,6	1,3
Exportaciones totales	(1,3)	4,2	0,4	(4,8)	(2,1)	(0,7)	2,1
Importaciones totales	7,8	11,7	0,3	8,0	(3,6)	3,9	(1,5)
PIB	4,4	2,7	3,1	3,1	3,4	3,1	2,5

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el primer trimestre las cuentas netas de comercio exterior contribuyeron positivamente a la expansión observada del PIB. Las exportaciones en pesos constantes se expandieron nuevamente luego de las caídas registradas durante la segunda mitad de 2015. Este comportamiento obedeció, en gran medida, al buen desempeño de las ventas de servicios y de bienes no tradicionales. La depreciación de la tasa de cambio habría significado ganancias en competitividad en los mercados internacionales para las firmas colombianas productoras de estos bienes y servicios. En contraste, las exportaciones de *commodities*, en particular las mineroenergéticas, registraron caídas de magnitudes importantes. Las producciones de petróleo y de carbón se redujeron como respuesta a los bajos precios internacionales y a la menor demanda externa.

Para el caso de las importaciones se observaron caídas consistentes con la dinámica de la demanda interna. Los mayores retrocesos se registraron para el caso de bienes de capital, en particular las importaciones de maquinaria para la industria y de equipo de transporte. El nivel de las de bienes de consumo durable también cayó durante los primeros tres meses del año frente al mismo período de 2015.

Por el lado de la oferta, los sectores que presentaron un mayor crecimiento económico durante el primer trimestre de 2016 fueron, en su orden, la industria

(5,3%), la construcción (5,2%) y los servicios financieros (3,8%) (Cuadro 2). La única rama que registró una contracción fue la de explotación de minas y canteras (-4,6%). En general, en la mayoría de ramas de actividad se presentaron desaceleraciones frente al cuarto trimestre de 2015 (Cuadro 5).

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

	2014 Año completo	2015				2015 Año completo	2016 I trim.
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,1	2,2	2,4	3,0	5,8	3,3	0,7
Explotación de minas y canteras	(1,1)	0,4	4,2	(0,5)	(1,5)	0,6	(4,6)
Industria manufacturera	0,7	(2,0)	(0,1)	3,2	3,9	1,2	5,3
Electricidad, gas y agua	3,4	2,5	1,6	3,8	3,8	2,9	2,9
Construcción	10,5	3,1	8,1	0,2	4,6	3,9	5,2
Edificaciones	8,1	1,4	9,0	(7,9)	7,1	2,1	10,9
Obras civiles	13,4	4,7	6,5	7,1	3,2	5,4	0,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,1	4,6	3,5	4,7	3,8	4,1	2,7
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,7	2,6	0,4	2,2	0,7	1,4	1,8
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	5,7	4,8	3,8	4,2	4,3	4,3	3,8
Servicios sociales, comunales y personales	5,2	2,4	2,5	3,4	3,5	2,9	1,7
Subtotal valor agregado	4,3	2,5	2,9	3,0	3,4	3,0	2,5
Impuestos menos subsidios	5,6	4,1	4,0	4,6	3,4	4,0	2,3
PIB	4,4	2,7	3,1	3,1	3,4	3,1	2,5

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

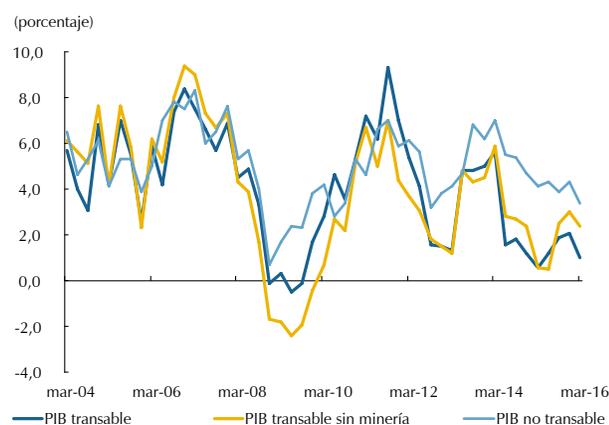
El buen desempeño de la industria (por encima del resto de la economía en su conjunto) fue impulsado, en gran medida, por el crecimiento reportado para la rama de producción de la refinación del petróleo (20,6%). A pesar de que Reficar aún no operaba a plena capacidad, esta subrama aportó positivamente a la expansión de las industrias manufactureras y del PIB. La producción de bebidas también registró una tasa de crecimiento de dos dígitos (16,5%), explicada por un incremento de la demanda interna por este tipo de bienes en un contexto de altas temperaturas por el fenómeno de El Niño. Otras subramas, como la de elaboración de productos de café y trilla (8,1%), la de productos metalúrgicos básicos (8,4%), y la de producción de muebles (7,6%) registraron expansiones significativas. Cabe señalar que la heterogeneidad sectorial continúa siendo alta: se observaron caídas en ocho de los veinticinco subsectores, dentro de los cuales se señalan la producción de maquinaria y equipo (-8,0%), otros bienes manufacturados (-6,0%) y la elaboración de artículos textiles (-2,6%).

Dentro de la rama de construcción, el desempeño más sobresaliente se observó en la construcción de edificaciones (10,9%), con aportes importantes tanto de la parte residencial (13,6%) como de la no residencial (10,5%). Por su parte, para la construcción de obras civiles se registró una tasa de crecimiento de apenas 0,4% anual. A pesar de la desaceleración de esta subrama frente a la cifra de finales de 2015, sus niveles continúan siendo altos.

Las dinámicas de otros sectores del PIB reflejaron los choques que enfrentó la economía colombiana a lo largo de los primeros tres meses del año. En efecto, la desaceleración de la rama agrícola por cuenta de un menor ritmo de expansión de los productos de café (7,9%) y por una caída en la producción de otros productos agrícolas (-2,9%), ocurre en un contexto en el que el fenómeno de El Niño afectó las cosechas y la oferta de diversos productos agropecuarios.

Asimismo, la contracción del sector de explotación de minas y canteras obedeció a las caídas reportadas para las subramas de carbón mineral (-7,3%) y de petróleo crudo y gas (-5,9%).

Gráfico 22  
 PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables  
 (crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En ese entorno, tanto el PIB transable como el no transable se desaceleraron, donde la magnitud del primero fue mayor a la del segundo. Así, el PIB transable pasó de crecer a una tasa anual de 2,1% a una de 1,0% entre el cuarto trimestre de 2015 y el primer trimestre de 2016. Al excluir la minería, el PIB del resto de sectores transables mostró una expansión de 2,4% (frente a 3,0% un trimestre atrás). Por su parte, el PIB no transable presentó una expansión anual de 3,4% en los primeros tres meses de 2016 luego de haber mostrado un crecimiento de 4,3% hacia finales del año pasado (Gráfico 22).

## B. EL PIB DEL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2016

La información disponible para el segundo trimestre sugiere que la economía colombiana habría continuado ajustándose gradual y ordenadamente ante los niveles más bajos de términos de intercambio e ingreso nacional. En este *Informe* se espera un ritmo de expansión anual para el segundo trimestre similar al del primero. Este comportamiento habría ocurrido en un contexto en el que los términos de intercambio se habrían mantenido en niveles bajos, pero algo mayores que a comienzos de año, y en el que la tasa de cambio se apreció frente al nivel del primer trimestre. Es conveniente señalar que los pronósticos aquí presentados incorporan la contribución positiva de los efectos calendario sobre el crecimiento del PIB, resultado de un mayor número de días hábiles en dicho trimestre y una Semana Santa que sucedió en marzo, como ya se señaló. Si bien la proyección de crecimiento del PIB para el segundo trimestre de 2016 aquí presentada es menor que el registro de 2015 y que el promedio calculado desde 2001, los indicadores disponibles de mercado laboral no revelan deterioros marcados en el empleo ni en las condiciones de trabajo (véase sombreado de la página 38).

*Durante el segundo trimestre, la economía colombiana habría continuado ajustándose gradual y ordenadamente ante los niveles más bajos de términos de intercambio y a la menor dinámica del ingreso nacional.*

Los pronósticos de crecimiento para el segundo cuarto del año contemplan una dinámica de la demanda interna algo mayor que la observada en el primero. Al desagregar entre los rubros que la componen, la inversión habría registrado caídas anuales, aunque de menor magnitud que las observadas para los primeros tres meses de 2016.

## COMPORTAMIENTO RECIENTE DEL MERCADO LABORAL EN COLOMBIA

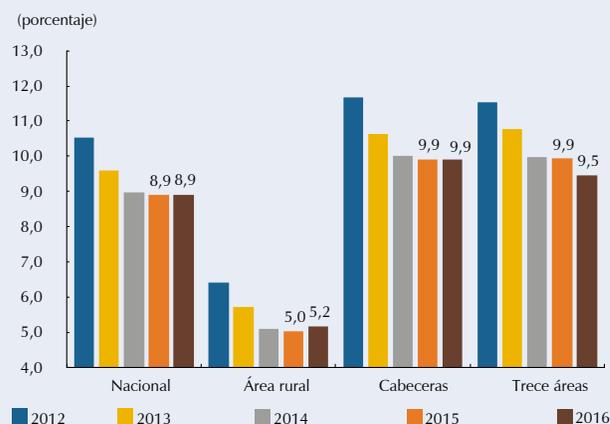
Durante el segundo trimestre de 2016 se revirtieron los incrementos de la tasa de desempleo (TD) registrados en el primero. Sin embargo, las disminuciones en la TD se fundamentan en una caída de la participación en el mercado de trabajo.

La TD en el trimestre móvil terminado en junio se mantuvo constante con respecto al mismo período del año anterior, ubicándose en 8,9% para el total nacional y en 9,9% en las cabeceras urbanas. En las áreas rurales, en este mismo período, la TD aumentó levemente, al ubicarse en 5,2%, mientras que en las trece principales áreas metropolitanas se presentó una reducción, alcanzando un 9,5% (Gráfico A).

Al descontar el efecto estacional, al trimestre móvil terminado en junio, tanto la TD nacional como la de trece áreas han mostrado reducciones en el segundo trimestre del año (Gráfico B). Esta disminución ha sido particularmente fuerte en las trece áreas, donde la TD a junio se encuentra en un nivel similar a los mínimos alcanzados a finales de 2014 y comienzos de 2016. Por su parte, a nivel nacional aún se observa una leve tendencia ascendente.

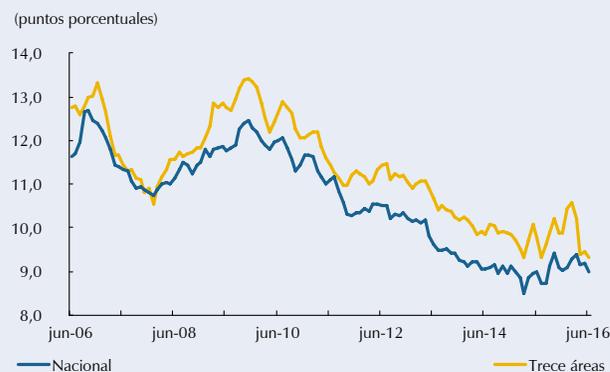
La caída reciente de la TD se explica por una menor participación laboral, representada por la tasa global de participación (TGP). Aunque la tasa de ocupación (TO) también ha descendido, esta lo ha hecho a un ritmo menor que el de la TGP, lo cual ha resultado en una TD más baja (Gráfico C). Esta disminución de la TO se debe a una desaceleración del crecimiento del número de ocupados, que en el trimestre móvil terminado en junio creció un 0,6% anual para el total nacional y 0,5% en las trece áreas (Gráfico D, paneles A y B).

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



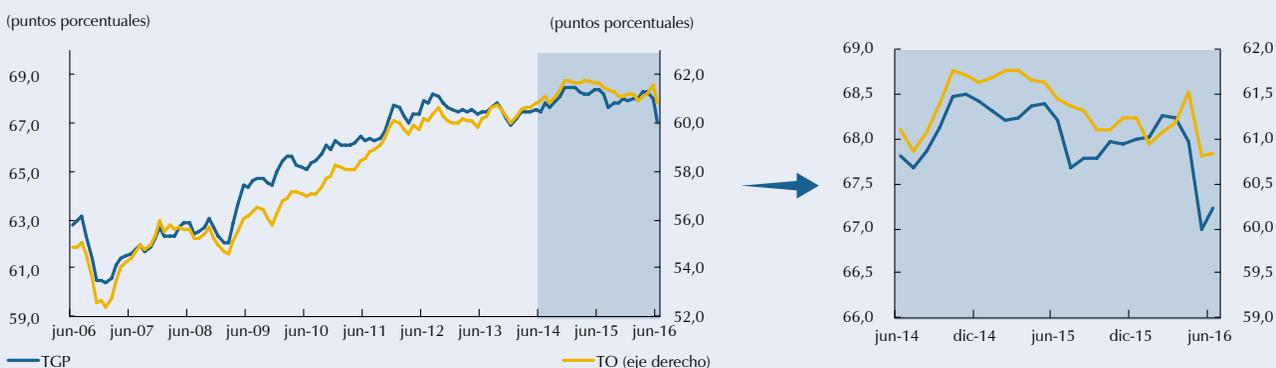
Fuente: DANE, Fedesarrollo; cálculos Banco de la República.

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



Fuente: DANE (GEIH).

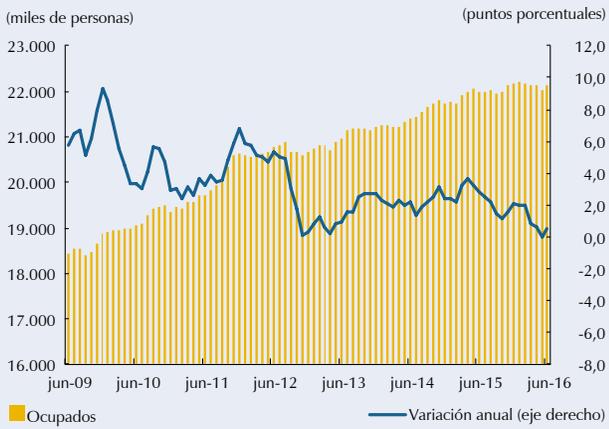
**Gráfico C**  
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)  
(desestacionalizadas, trece áreas)



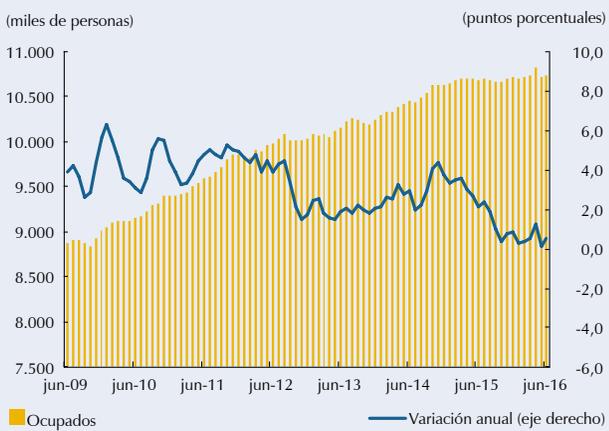
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico D  
Número de ocupados y variación anual

1. Total nacional



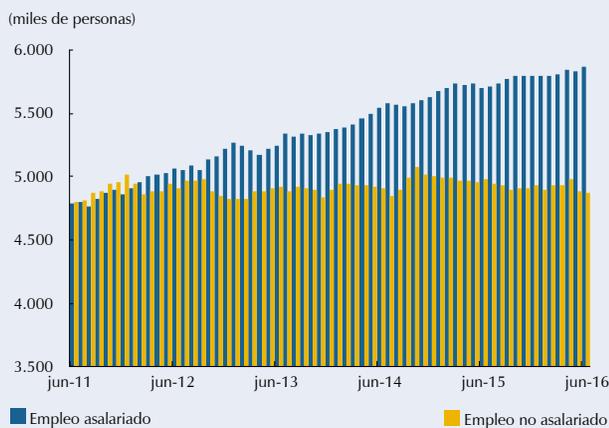
2. 13 principales áreas metropolitanas



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

La menor tasa de crecimiento del empleo se debe a los trabajadores no asalariados, pues los asalariados continuaron creciendo. En el trimestre móvil abril-junio los asalariados han crecido a una tasa anual de 2,9%, mientras que los no asalariados cayeron 2,2% (Gráfico E).

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



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

El consumo privado se habría expandido a una tasa algo por debajo de la registrada en el primero, resultado de una caída del componente durable del consumo de los hogares y de alguna desaceleración de los componentes no durable y servicios. El aumento de la inflación habría continuado erosionando el poder adquisitivo de los ingresos de los hogares, y por esta vía habría afectado el consumo privado en términos reales.

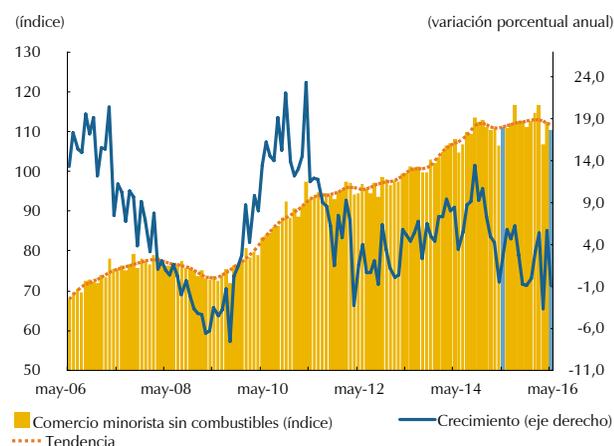
Por su parte, el consumo público se habría expandido a una tasa baja, similar a la del primer trimestre, lo que sería congruente con el ajuste de las cuentas fiscales del

Gobierno nacional y con un dinamismo todavía bajo del gasto de las administraciones locales y regionales. Finalmente, las exportaciones netas habrían contribuido a la expansión del PIB: el crecimiento de las exportaciones habría seguido favorecido por las dinámicas de las ventas de bienes no tradicionales y de servicios, mientras que las importaciones habrían registrado caídas afines con los comportamientos esperados para el consumo durable y la inversión en bienes de capital transables.

El panorama descrito se desprende de lo inferido de los indicadores coyunturales. En mayo el índice de ventas al por menor (sin combustibles) de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE registró una caída de 0,8% frente al mismo mes de 2015. El agregado del bimestre abril-mayo creció 2,3% anual, lo que significó una aceleración frente al 1,5% de los primeros tres meses del año (Gráfico 23). Al descontar las ventas de vehículos, el índice del agregado restante se expandió 0,1% anual en el mismo mes (Gráfico 24). Para el bimestre, el crecimiento fue de 2,7% anual. En este caso la cifra fue menor que el crecimiento del agregado del primer trimestre, cuando el índice registró una expansión de 3,5% anual.

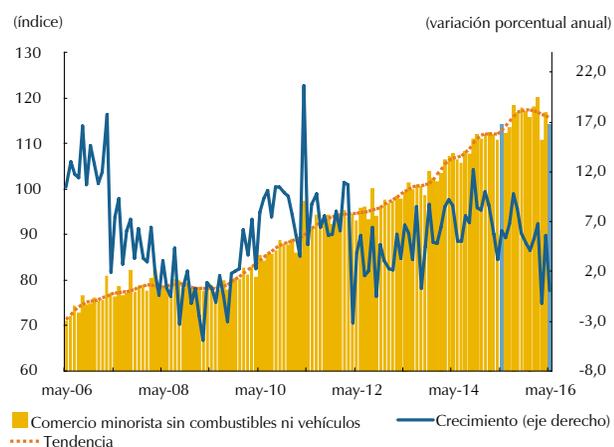
En mayo las ventas de automotores registraron expansiones casi nulas. El índice de ventas minoristas de vehículos de la EMCM creció apenas 0,1% anual en dicho mes. El agregado del bimestre cayó -0,3% frente al mismo período del año pasado, lo que significó un mejor comportamiento que el -9,3% observado para el primer trimestre del año. La caída de las ventas de vehículos es corroborada por los registros de matrículas publicados por el Comité Automotor Colombiano<sup>10</sup>.

Gráfico 23  
*Encuesta mensual del comercio al por menor*  
(total comercio minorista sin combustibles,  
desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

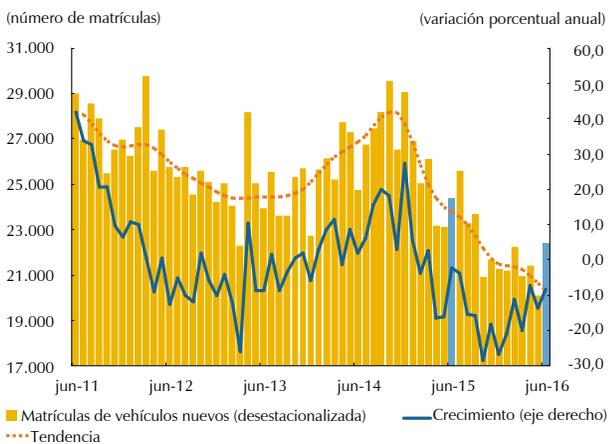
Gráfico 24  
*Encuesta mensual del comercio al por menor*  
(total comercio minorista sin combustibles ni vehículos  
automotores, desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

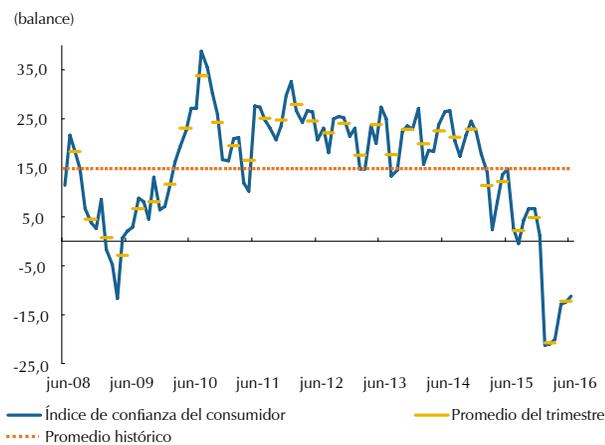
10 Integrado por la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco), la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), y la firma consultora Econometría S.A.

**Gráfico 25**  
Registro de matrículas de vehículos nuevos  
(serie desestacionalizada)



Fuente: Comité Automotor Colombiano (ANDI, Fenalco, Econometría); cálculos del Banco de la República

**Gráfico 26**  
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

En efecto, en junio las matrículas se contrajeron 8,4% anual (Gráfico 25), con lo que el agregado del segundo trimestre lo hizo un -9,8%, una menor caída que la observada para el primer trimestre de 2016 (-17,5%). Cabe señalar que estas caídas se dieron tanto en el renglón de uso particular (consumo durable) como en el de uso comercial (inversión en equipo de transporte), aunque fueron mayores para este último segmento de mercado.

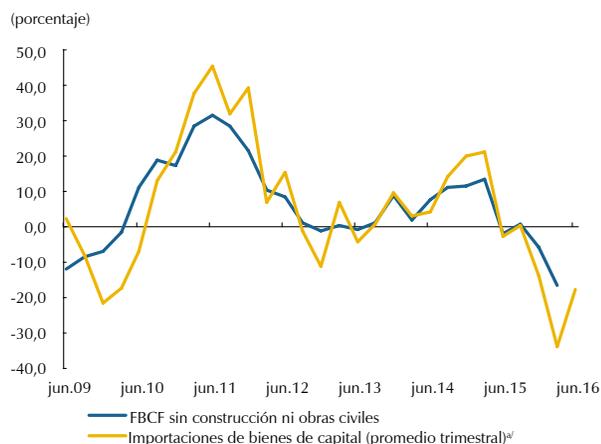
Por su parte, otros indicadores auxiliares, que en principio guardan alguna relación con la tasa de crecimiento del consumo de los hogares, sugieren una desaceleración de este componente del PIB durante el segundo trimestre del año. En efecto, el índice de confianza del consumidor (ICC) de junio, publicado por Fedesarrollo, no mostró cambios significativos frente a los registros de mayo y abril (Gráfico 26). Si bien el nivel del agregado del segundo trimestre fue levemente mayor que el del primero, continúa significativamente por debajo del promedio calculado para la serie desde noviembre de 2001. A pesar de que la correlación entre estas dos se ha debilitado en los últimos trimestres, lo anterior sugeriría un crecimiento del consumo de los hogares que durante el segundo trimestre se habría mantenido por debajo del registro del primer trimestre y del promedio para 2015.

Algo similar se puede inferir de los resultados de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República con corte a mayo. El balance de ventas de dicha encuesta sugiere una leve desaceleración del consumo privado para el segundo trimestre de 2016.

La desaceleración del crédito y el aumento en las tasas de interés también puede explicar el menor ritmo de crecimiento del consumo de los hogares previsto para el segundo trimestre. En efecto, entre abril y junio el crecimiento de la cartera de consumo (real) fue 3,22%, cifra inferior a la observada a comienzos de 2016 (3,67% de crecimiento en el primer trimestre). Asimismo, el costo de acceso a este crédito se incrementó. Las tasas de interés en términos reales (deflactadas por el índice de precios al consumidor) aumentaron en el margen. En un entorno de inflación al alza, estas circunstancias limitan el aumento del ingreso disponible real de los hogares.

Con respecto a la formación bruta de capital, los indicadores disponibles sugieren que la inversión (distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles) habría registrado un retroceso de menor magnitud que el observado para el primer

Gráfico 27  
 Importaciones de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles (variación anual)



Nota: el dato de marzo corresponde a una proyección utilizando las cifras preliminares de la DIAN.

a/ Cifras llevadas a términos reales mediante cálculos del Banco de la República.

Fuente: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior).

trimestre del año. En principio, las cifras de importaciones de bienes de capital llevadas a pesos constantes permiten prever menores contracciones de la inversión de maquinaria y equipo y de equipo de transporte durante el segundo trimestre de 2016 (Gráfico 27). Esto se habría dado en un contexto en el que, a pesar de que los términos de intercambio registraron caídas anuales menos profundas, los bajos precios internacionales de bienes básicos exportados por Colombia y la depreciación de la tasa de cambio nominal siguieron golpeando las decisiones de inversión, tanto en el sector mineroenergético como en otros sectores.

Para el caso de la inversión en construcción de obras civiles y de edificaciones se prevén crecimientos superiores a los que se habrían observado para los demás rubros del PIB. En el primer caso, a pesar del menor nivel de ejecución de los gobiernos locales y regionales (producto del efecto del ciclo político), se cuenta con una base relativamente baja en el mismo período del año pasado. En el segundo el comporta-

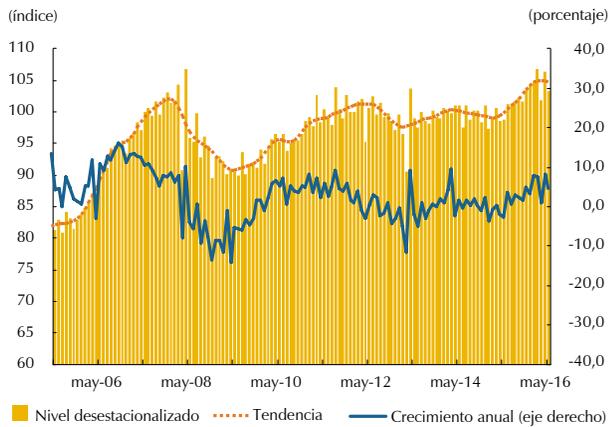
miento de las licencias de construcción permite pensar en un buen desempeño de este rubro para el segundo trimestre.

En materia de comercio exterior, se prevé una expansión de las exportaciones reales para el segundo trimestre. Lo anterior se deriva de las cifras de exportaciones en dólares llevadas a pesos constantes. En este sentido, las catalogadas como de bienes no tradicionales habrían compensado parcialmente el mal desempeño de las de tradicionales, en particular las de origen minero. Adicionalmente, durante este trimestre se habría mantenido el dinamismo de las exportaciones de servicios, tal y como sucedió durante el primer cuarto del año. Para las importaciones, al llevar las cifras de compras al exterior en dólares a pesos constantes se aprecian reducciones para el agregado del segundo trimestre. Estas caídas se habrían registrado principalmente en los renglones de bienes de capital y de consumo durable, siendo esto consistente con el comportamiento que habrían mostrado la inversión distinta de construcción y el consumo durable durante dicho período.

Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles sugieren un desempeño heterogéneo por ramas de actividad económica para el segundo trimestre de 2016, el cual apunta a un crecimiento similar al observado en los primeros tres meses del año. Las noticias más favorables provienen de la industria manufacturera, mientras que el sector agrícola y el comercio han mostrado un menor dinamismo. Por el contrario, la minería continuó mostrando un importante deterioro.

La industria manufacturera ha mostrado un destacado comportamiento, el cual se ha situado significativamente por encima del crecimiento de la economía en su conjunto. Sin embargo, esto obedecería principalmente a la reapertura de Reficar.

Gráfico 28  
Producción industrial real total  
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



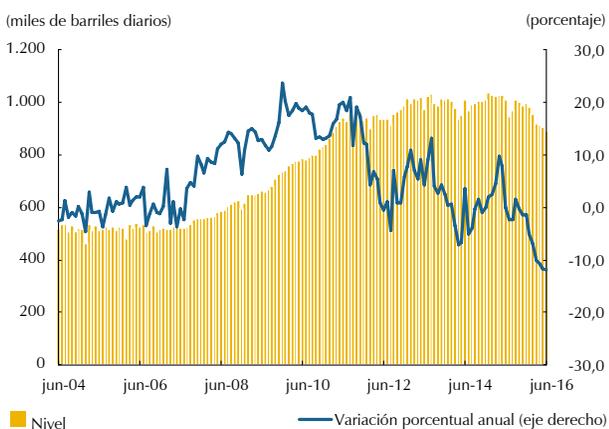
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Al excluir la refinación, aunque la industria crece, lo hace a una menor tasa anual. Es importante mencionar el efecto que la depreciación acumulada ha generado en sectores transables como confecciones, productos textiles y artículos de cuero. Según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, el total sectorial se expandió 4,5% en mayo, y si se excluye la refinación de petróleo, el crecimiento de las manufacturas restantes fue de 0,7%. Para el bimestre abril-mayo, la expansión de las manufacturas total y total sin refinación fue de 6,3% y 3,2%, respectivamente. Por su parte, en lo corrido del año la industria total habría crecido 5,8% y sin refinación de petróleo 2,8% (Gráfico 28).

Con información a junio, la *Encuesta de opinión empresarial* de Fedesarrollo para el sector industrial

mostró mejoras adicionales, tanto en el indicador de pedidos, como en las existencias. Por su parte, el indicador de expectativas que, pese a mostrar en términos trimestrales un aumento, exhibió una caída en el mes de junio. Cabe mencionar que la volatilidad del indicador ha aumentado en los últimos meses, lo que, junto con la última caída, complica vislumbrar la tendencia de la serie. Con todo ello, se apreció un incremento de la confianza industrial durante el segundo trimestre frente a lo observado en los primeros tres meses del año. Algo similar se desprende de la *Encuesta de opinión empresarial* de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), donde la utilización de la capacidad instalada se sitúa en niveles cercanos al promedio histórico, y el clima de negocios presenta mejorías. De esta última fuente, los industriales reportan como principales problemas: el tipo de cambio, los costos de materias primas y una menor demanda.

Gráfico 29  
Producción de petróleo  
(nivel y crecimiento anual)

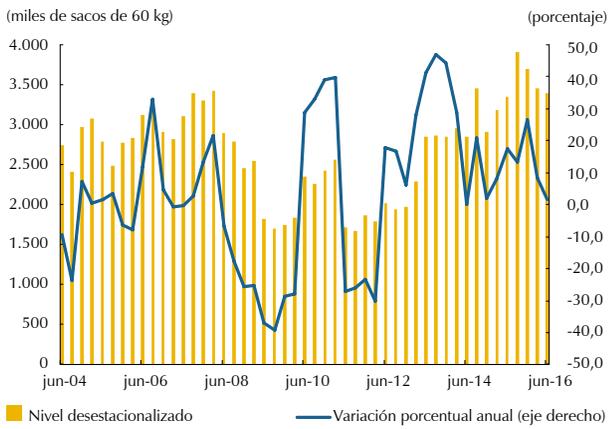


Fuentes: Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH); cálculos del Banco de la República.

En lo que respecta a la minería, de acuerdo con cifras de la Asociación Colombiana de Minería (ACM), la producción de carbón año corrido a junio se situó en 38 millones de toneladas, lo que implicó una contracción alrededor del 9,4% anual. En términos trimestrales, la caída del sector se situaría alrededor de 11%. Al mismo tiempo, la producción de petróleo también siguió disminuyendo, a un ritmo cada vez mayor y con niveles inferiores al millón de barriles diarios —902 miles de barriles diarios (mbd) frente a 951 mbd y 993 mbd de los trimestres inmediatamente anteriores—. En términos trimestrales, la producción de crudo cayó 11,5%, donde se destaca que en el mes de junio la producción se situó en el nivel más bajo desde 2011 (Gráfico 29).

De acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, aunque la producción del grano se desaceleró de 8,9%

Gráfico 30  
Producción de café  
(trimestral y crecimiento anual)



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

en los primeros tres meses de 2016 a 1,1% durante el segundo trimestre del año, el sector continuó mostrando un dinamismo importante, en el cual la producción mensual estuvo por encima del millón de sacos en promedio (Gráfico 30). El sacrificio de ganado continúa mostrando un débil desempeño, al crecer 0,3% en el bimestre abril-mayo, luego de la leve contracción de 0,1% en los primeros tres meses del año. Por otra parte, el impacto del fenómeno de El Niño sobre los cultivos transitorios es incierto.

Todo lo anterior permite proyectar una expansión anual del PIB para el segundo trimestre de 2016 algo por encima de la registrada para el agregado de los primeros tres meses del año. El equipo técnico del Banco de la República proyecta un crecimiento de la actividad económica entre 2,0% y 3,2%, con 2,6% como más probable. La amplitud del rango de pronóstico es consistente con la incertidumbre relacionada con el desempeño del consumo del Gobierno y de las obras civiles, entre otros factores.

### III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

**La inflación anual al consumidor continuó aumentando** durante el segundo trimestre, y superó los pronósticos efectuados en el anterior *Informe sobre Inflación*.

**El promedio de los indicadores de inflación básica también mantuvo** una tendencia ascendente y permaneció por encima de la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República.

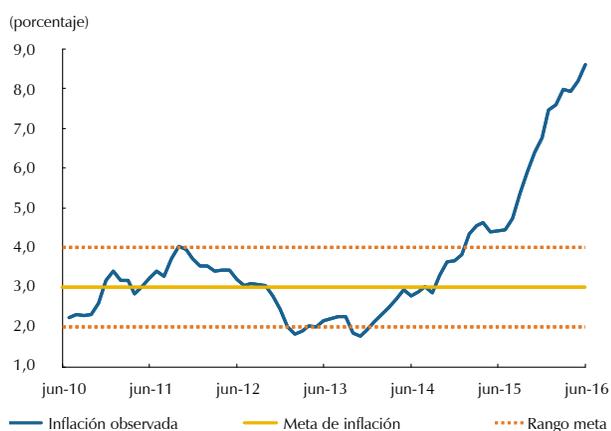
**Los precios de los alimentos siguieron afectados por choques** de oferta de intensidad mayor que la prevista en anteriores informes.

**Aunque el tipo de cambio no mostró cambios importantes**, durante el segundo trimestre de este año la depreciación observada en trimestres anteriores continuó presionando al alza los precios al consumidor.

**La activación de diversos mecanismos de indexación también** fue una fuente de presiones inflacionarias.

Durante el segundo trimestre la inflación anual al consumidor mantuvo una tendencia ascendente, más pronunciada que la prevista en el informe trimestral anterior y que la anticipada por el promedio de los analistas del mercado. El dato para junio fue de 8,60% (62 pb más que en marzo), mientras que el aumento acumulado en los primeros seis meses ascendió a 5,10% (Gráfico 31 y Cuadro 6).

Gráfico 31  
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Como viene ocurriendo desde el año pasado, en el segundo trimestre la inflación al consumidor siguió afectada por choques de oferta en el sector agropecuario y por la transmisión de la depreciación acumulada del peso. A estos factores, que en principio tienen efectos transitorios sobre la inflación, se han sumado presiones de carácter más permanente derivadas de estos fenómenos, como resultado del aumento de las expectativas y de la activación de diversos mecanismos de indexación.

En los últimos tres meses las mayores presiones inflacionarias volvieron a concentrarse en los alimentos, cuyos precios se vieron afectados, principalmente, por

Cuadro 6  
Indicadores de precios al consumidor (IPC), IPC por grupos  
Indicadores de inflación básica  
(variaciones anuales)  
(a junio de 2016)

Descripción	Ponderación	Dic-15	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Abr-16	May-16	Jun-16
Total	100,00	6,77	7,45	7,59	7,98	7,93	8,20	8,60
Sin alimentos	71,79	5,17	5,54	5,88	6,20	6,02	6,07	6,31
Transables	26,00	7,09	7,39	6,97	7,38	7,57	7,88	7,90
No transables	30,52	4,21	4,46	4,86	4,83	5,00	4,78	4,97
Regulados	15,26	4,28	5,02	6,35	7,24	5,78	6,00	6,71
Alimentos	28,21	10,85	12,26	11,86	12,35	12,63	13,46	14,28
Perecederos	3,88	26,03	31,31	27,42	27,09	28,62	33,44	34,94
Procesados	16,26	9,62	10,22	10,26	10,83	10,89	11,04	12,09
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	6,78	7,09	7,53	7,53	7,92	8,11
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		5,17	5,54	5,88	6,20	6,02	6,07	6,31
Núcleo 20		5,22	5,56	6,25	6,48	6,69	6,55	6,82
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		5,93	6,13	6,41	6,57	6,72	6,61	6,77
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,69	5,75	5,91	6,08	6,08	6,20
Promedio de todos los indicadores		5,43	5,73	6,07	6,29	6,38	6,33	6,52

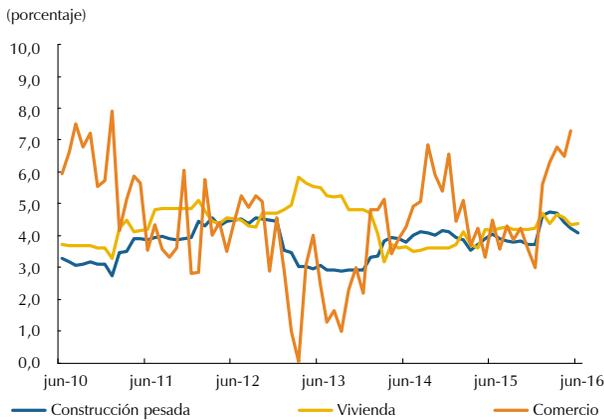
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

el último episodio de El Niño, el cual redujo los rendimientos agrícolas y retrasó las decisiones de inversión en el sector agropecuario. A este choque se sumaron otros, como el reciente paro camionero y el ciclo de retención ganadera, cuyos efectos no fueron contemplados en el pronóstico central del informe trimestral de marzo.

Pese a que en el segundo trimestre el peso se apreció frente los niveles observados a comienzos de año, la depreciación anual siguió siendo alta (17,1% a junio) y continuó transmitiéndose a los precios al consumidor en Colombia, por lo que se mantuvo como la segunda fuente de presiones alcistas. Dado los rezagos con que esta opera y sus efectos sobre los costos, las alzas en precios por este concepto se han sentido en un amplio espectro de bienes y servicios del IPC, y no solo en la subcanasta de los transables.

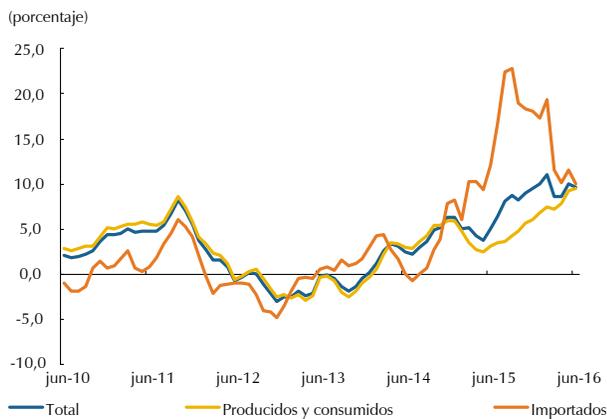
En orden de importancia, el tercer factor que explicaría la aceleración de la inflación en los últimos tres meses obedece a la indexación de precios y salarios afectada por la inflación pasada. Estas alzas pueden interpretarse como efectos de segunda ronda de los choques de oferta ya mencionados. Identificar la magnitud en que este fenómeno está incrementando la inflación no es fácil, pues los incrementos de precios que genera están entrelazados con los aumentos por otras causas. Sin embargo, puede afirmarse que el conjunto de precios afectados tiende a ser amplio, siendo los más influenciados varios servicios de origen

Gráfico 32  
Salarios nominales  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 33  
IPP por procedencia  
(variación anual)



Fuente: DANE.

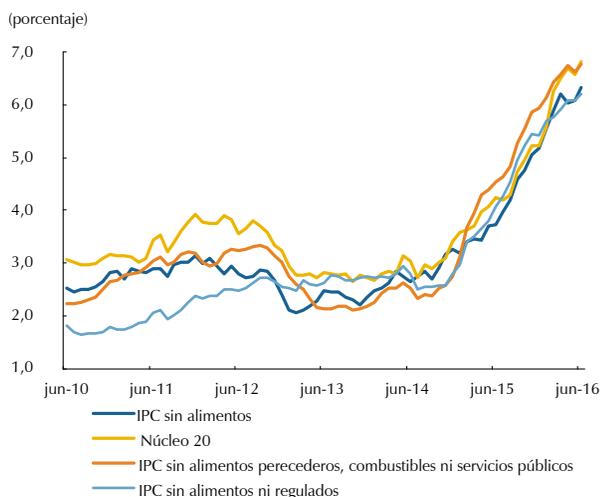
no transable (sin alimentos ni regulados) como los de educación, salud y arriendos, aunque también se perciben impactos en los precios de los transables (sin alimentos ni regulados), de los regulados y de los alimentos.

En el caso de los costos salariales, la información disponible sugiere que, en lo corrido del año y para algunos sectores, estos se han empezado ajustar a tasas más altas que en años anteriores, acorde con el aumento de la inflación y el salario mínimo. Así, con cifras a mayo, los salarios del comercio presentaban ajustes anuales de 7,3%, mientras que los de la industria manufacturera los hacían en 6,0%. No obstante, en construcción, con cifras a junio el ritmo de ajuste permanecía relativamente bajo: 4,1% para la construcción pesada y 4,4% para la de vivienda (Gráfico 32). Dado lo anterior, a la fecha no es posible descartar que parte de los aumentos de precios al consumidor que se han registrado en los últimos meses obedezcan a un aumento de las presiones salariales.

Con respecto a las presiones de costos no laborales, durante el segundo trimestre de 2016 estas tendieron a aumentar, de acuerdo con la variación anual del IPP de oferta interna (IPP importado más IPP de los producidos y consumidos internamente), cuyo nivel alcanzado en junio fue de 9,64%, cercano al observado en diciembre pasado, 9,57%, pero superior al 8,56% registrado en marzo (Gráfico 33). El nuevo aumento de la inflación anual del productor se concentró en el IPP de producidos y consumidos internamente (con una variación anual que pasó de 7,27% en marzo a 9,49% en junio) y fue sobre todo resultado de alzas en precios de productos agropecuarios y, en segundo lugar, de productos de origen industrial. En contraste, la variación en los últimos doce meses del IPP importado cayó de 11,50% en marzo a 9,99% en junio, lo que refleja la apreciación del tipo de cambio entre marzo y mayo.

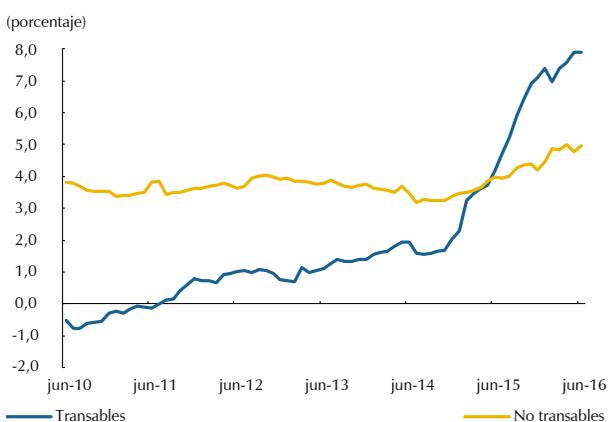
En el segundo trimestre, al igual que en el primero, las presiones de precios originadas en la demanda estuvieron contenidas. Como se explica en los capítulos II y IV de este documento, el crecimiento de la demanda interna se ha moderado en lo corrido del año y está por debajo de su promedio en los últimos doce años. Además, las estimaciones de la brecha del producto muestran que esta habría entrado a terreno negativo en la primera mitad de 2016, lo que indica que ha aumentado la probabilidad de que la economía empiece a presentar algunos excesos de capacidad productiva.

Gráfico 34  
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

## A. INFLACIÓN BÁSICA

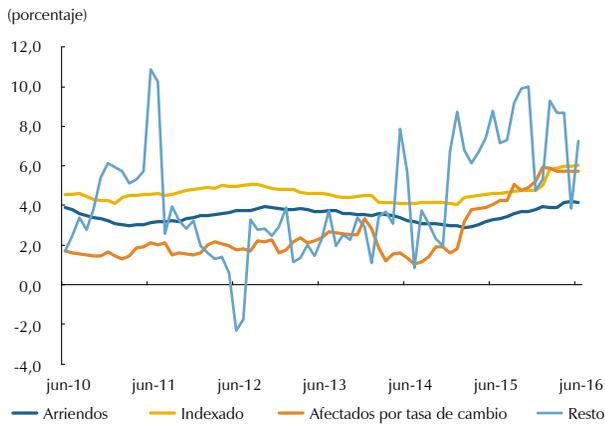
Al terminar el segundo trimestre de 2016 la inflación básica continuó con la tendencia ascendente iniciada a finales de 2014, aunque menos pronunciada que en el primer trimestre del año. A junio de 2016, el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República se situó en 6,52%, frente a un registro para marzo de 6,29%. El núcleo 20 (6,82%) registró el mayor nivel, en contraste con el IPC sin alimentos ni regulados, que fue el de menor nivel (6,20%). Por su parte, el IPC sin alimentos cerró el primer semestre con un registro de 6,31% frente al 6,20% en marzo (Cuadro 6, Gráfico 34).

En el caso del IPC sin alimentos, el aumento en los últimos tres meses fue sobre todo ocasionado por alzas en IPC de transables sin alimentos ni regulados, cuya variación anual se situó en junio en 7,90% (Cuadro 6, Gráfico 35). Este mayor nivel señala que en el último año y medio el traspaso de la depreciación acumulada del tipo de cambio a los precios al consumidor continuó, pese a la apreciación que se observó durante buena parte del segundo trimestre.

Como se ha reconocido por diversos estudios, la transmisión de las volatilidades del tipo de cambio al IPC en Colombia tiende a demorarse entre dos y tres trimestres. Desde julio de 2014 y hasta el techo alcanzado por el tipo de cambio en febrero de 2016, el peso se depreció 80,67% con respecto al dólar, mientras que el aumento acumulado del IPC de transables sin alimentos ni regulados hasta junio de 2016 ascendió a 12,53%, lo que equivale a una elasticidad de los precios de los transables al tipo de cambio de 16,0%. Así, la magnitud de la transmisión hacia estos precios ha sido mayor en el actual episodio de depreciación que la observada en los episodios de 2006 y 2008-2009, pero menor que la del evento ocurrido entre 2002 y 2003.

La otra subcanasta que presionó al alza el IPC sin alimentos fue la de no transables sin alimentos ni regulados, aunque en menor medida que la de transables. A junio, la variación anual de este índice ascendió a 4,97%, frente a 4,83% del registro de marzo (Cuadro 6 y Gráfico 34). Los principales componentes de esta subcanasta presentaron comportamientos mixtos. Arriendos, el único que aumentó, se situó en 4,17% para junio (27 pb más que en marzo) (Gráfico 36); en este caso es posible que se esté comenzando a activar el mecanismo de indexación con base en la inflación pasada (artículo 20, de la Ley 820 del 10 de julio de 2003), algo que

Gráfico 36  
Inflación anual de no transables  
(variación anual)



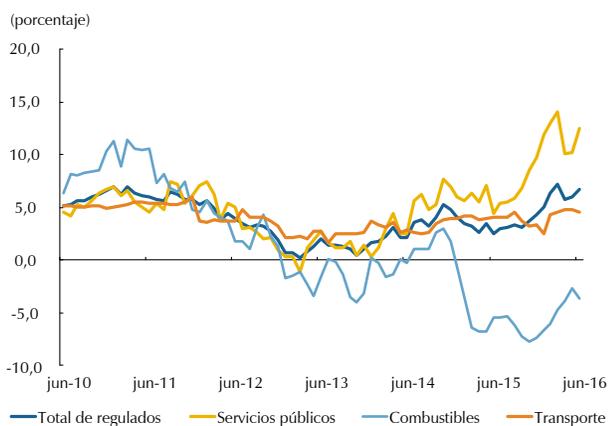
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

no se hizo evidente en el primer trimestre del año. Los subgrupos de indexados (6,02%) y de afectados por el tipo de cambio (5,75%) no presentaron cambios de importancia en los últimos tres meses.

Además de la indexación, la aceleración del IPC no transable se explica, en parte, por la depreciación acumulada que directamente o indirectamente (vías costos) ha empujado algunos precios al alza. Por otro lado, y como ya se mencionó, las alzas en este segmento del IPC durante lo corrido del año han ocurrido en ausencia de presiones de demanda de importancia, salvo quizá aquellas que podrían haberse registrado en las ciudades fronterizas con Venezuela y Ecuador, dada la gran afluencia de compradores de estos destinos que se ha observado en los últimos meses.

Contrario a lo observado con transables y no transables sin alimentos ni regulados, la variación anual del IPC de regulados descendió en el último trimestre, pasando de 7,24% en marzo a 6,71% en junio (Cuadro 6 y Gráfico 37). Este descenso, que no fue anticipado en el informe anterior, fue liderado por las tarifas de servicios públicos (cuyo ajuste anual en junio fue de 12,5% frente 14,0% en marzo), en particular por disminuciones en las tarifas de gas domiciliario y, en menor medida, en energía eléctrica. Gran parte de estas disminuciones están relacionadas con la superación de los problemas que presentó el sector energético a raíz del fenómeno de El Niño y de la salida de funcionamiento de algunas centrales hidroeléctricas. Ello permitió disminuir la demanda de gas para generación térmica y rebajar las tarifas a los hogares. En el caso de la energía, el descenso en el ritmo de ajustes también incluye las rebajas de tarifas otorgadas a los hogares por cuenta del programa de ahorro de energía impulsado por el Gobierno nacional.

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

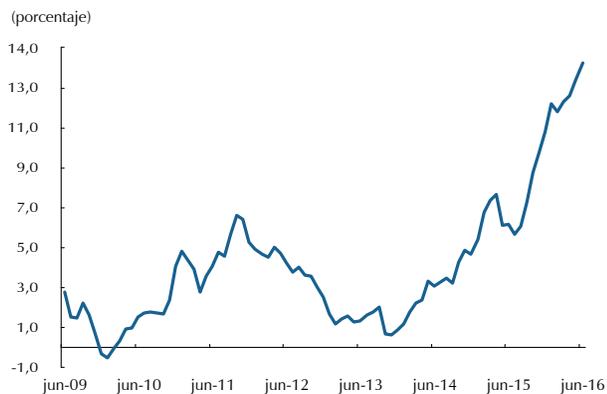


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A pesar de lo anterior, dentro de los servicios públicos, el de acueducto, aseo y alcantarillado sí aumentó como resultado de la activación de los mecanismos de indexación: en el segundo trimestre se reajustaron las tarifas una vez se acumuló un 3,0% de inflación al consumidor desde la última actualización tarifaria.

Los otros dos componentes del IPC de regulados (gasolina y transporte público) registraron una escasa incidencia en la inflación del trimestre. No obstante, en el primer caso, y a diferencia de lo acontecido en el primer trimestre, se presentaron algunas alzas que pueden asociarse con el aumento en el precio internacional de los combustibles en este período (Gráfico 37).

Gráfico 38  
IPC de alimentos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

## B. IPC DE ALIMENTOS

La variación anual del IPC de alimentos ha presentado una tendencia ascendente desde agosto del año pasado, lo cual se mantuvo durante el segundo trimestre de 2016. Al finalizar el primer semestre de 2016 el ajuste anual en este grupo (14,28%) superó el registro de marzo (12,35%) (Gráfico 38). El resultado de nuevo superó las proyecciones presentadas en el informe anterior.

Al igual que en los dos trimestres anteriores, en esta oportunidad los precios de los alimentos siguieron aumentando, en buena parte como consecuencia de los efectos del fenómeno de El Niño, el cual se manifestó entre el tercer trimestre de 2015 y el segundo trimestre del presente año.

Dicho fenómeno, uno de los más fuertes registrados, disminuyó la productividad del sector agrícola y bovino y retrasó la toma de decisiones de nuevas siembras, teniendo efectos sobre precios mayores que los anticipados.

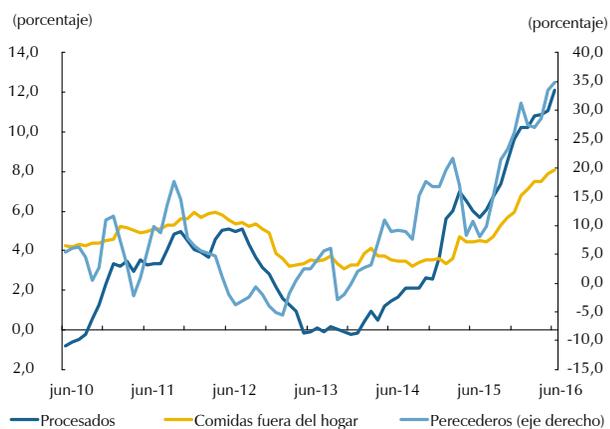
Al fenómeno de El Niño se sumaron, en estos últimos tres meses, otros choques de oferta no previstos. Tal es el caso del paro agrario de comienzos de junio y, sobre todo, del paro camionero, que se extendió por más de un mes, hasta la tercera semana de julio. Ambas situaciones contribuyeron a empeorar el abastecimiento de alimentos en las principales ciudades del país, el cual ya se encontraba mermado por el fenómeno de El Niño.

Durante el segundo trimestre, el principal efecto de los choques de oferta, incluyendo El Niño, se volvió a sentir en el IPC de alimentos perecederos (hortalizas, frutas y tubérculos), cuya variación anual terminó en junio en 34,9% frente a 27,1% de marzo (Cuadro 6, Gráfico 39).

El Niño y el paro camionero también impactaron otros precios, como el de la carne de res, incluido dentro de la subcanasta de procesados. En los últimos meses los incrementos en el IPC de carne de res han sido sustanciales (11,36% en el segundo trimestre) y se pueden atribuir a la reducción de la productividad ganadera, como consecuencia del menor nivel de lluvias ocasionado por El Niño y a la baja en la oferta disponible en los centros urbanos debido al paro camionero. Adicionalmente, hay información que sugiere que la ganadería colombiana continúa en una fase de retención, la cual se caracteriza por reducciones importantes en el sacrificio de ganado que genera alzas en los precios durante varios trimestres.

Así las cosas, el subgrupo de alimentos procesados presionó al alza de manera importante el IPC de alimentos, no solo durante el segundo trimestre, sino en lo corrido del año. La variación anual del IPC de alimentos procesados pasó de 10,8% en marzo a 12,1% en junio. Además de los factores anotados en relación con la carne

Gráfico 39  
IPC de alimentos por grupos  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de res, a este comportamiento alcista también contribuyó la depreciación del peso y algunos aumentos de los precios internacionales de alimentos durante parte del segundo trimestre de este año. Ambas variables han presionado al alza los precios de aquellos alimentos importados por el país o con un alto porcentaje de insumos importados, como son las grasas, aceites y cereales, entre los más destacados.

Finalmente, los aumentos en los precios de los alimentos, de los servicios públicos, de los salarios y algún elemento de indexación han mantenido la presión sobre el IPC de la comida fuera del hogar, un componente importante de la canasta del consumidor y del IPC de alimentos (con 8,07% y 28,61% de participación, respectivamente). Su variación anual se situó en junio en 8,1% frente a 7,5% de marzo (Cuadro 6 y Gráfico 39).

## Recuadro 1 PERTURBACIONES DE LA TASA DE CAMBIO E INFLACIÓN EN COLOMBIA<sup>1</sup>

Hernán Rincón-Castro\*  
Norberto Rodríguez-Niño

### 1. Introducción

Los movimientos bruscos y repentinos de la tasa de cambio generan preocupación para las autoridades monetarias porque pueden comprometer el cumplimiento de la meta de inflación, por medio del encarecimiento de los bienes importados y demás precios de la economía y por el impacto sobre las expectativas de inflación. Esta preocupación se hizo evidente desde julio de 2014, cuando el peso experimentó una fuerte depreciación, que tuvo su pico en febrero de 2016, y que coincidió con el desplome de los precios del petróleo. Entre estas dos fechas la tasa de cambio representativa del mercado (TRM) aumentó 81% y el índice de precios al consumidor (IPC) 11%.

Por tanto, es fundamental estudiar cómo, cuánto y en qué tiempo se transmiten las perturbaciones de la tasa de cambio a los diferentes precios de la economía a lo largo de la cadena de distribución, es decir, analizar lo que se denomina en la literatura especializada como el “*pass-through*” de la tasa de cambio a los precios, y evaluar qué variables afectan dicho grado de transmisión. Así, dada la importancia del tema para el Banco de la República, el objetivo del documento es responder las anteriores preguntas mediante la utilización de estadísticas mensuales de la economía colombiana para el período 2002 a 2015 y técnicas econométricas avanzadas.

La literatura teórica y empírica reciente ha resaltado el hecho de que el grado de transmisión de la tasa de cambio a los precios es menos que proporcional, porque depende del poder de mercado que las empresas importadoras y productoras tengan en el mercado local, del grado de rigidez de precios de la economía, del signo, tamaño, volatilidad y naturaleza de las fluctuaciones de la tasa de cambio (temporales versus permanentes) y del estado de la econo-

mía. Para controlar por este último utilizamos medidas de la brecha del producto, del grado de desalineamiento de la tasa de cambio real, del grado de apertura de la economía, de la aceleración de la inflación, etc. Luego, para cada una de ellas definimos dos regímenes (alto y bajo) y estimamos el grado de transmisión en cada uno de los casos.

### 2. Canales de transmisión de las perturbaciones de la tasa de cambio sobre los precios

Las fluctuaciones de la tasa de cambio del peso se transmiten a los precios a lo largo de la cadena de distribución por lo menos por medio de tres canales: dos directos y uno indirecto (Diagrama R1.1). El primer canal actúa mediante el efecto directo de las perturbaciones de la tasa de cambio sobre los precios de los bienes importados (insumos y bienes de capital) y de ahí sobre los costos y precios de los productores, que al final impactan el IPC.

El segundo canal directo actúa sobre los precios de los bienes de consumo importados (canal de consumo importado), que presionan directamente el IPC. Este conducto también se manifiesta mediante el aumento en la demanda por bienes locales que compiten con los bienes importados, que aumentan sus precios y al final presionarán al alza la inflación del IPC.

Como se mencionó, el grado de transmisión por medio de estos canales dependerá, entre otros, del poder de mercado que las empresas importadoras y productoras tengan en el mercado local y de cuán rápido y costoso les resulte modificar los precios, ya que entre mayor sea dicho costo, menor será la frecuencia con que estos se modifican.

El canal indirecto opera mediante múltiples mecanismos y perturbaciones que impactan la demanda agregada y con ella la oferta agregada y el IPC (mecanismo de la curva de Phillips). Entre los mecanismos están los precios de los activos, los precios relativos internos versus los externos, la confianza de las empresas y los consumidores y sus expectativas frente a dichos cambios. Evidentemente, el comportamiento de estas variables y su impacto sobre la inflación del IPC estará supeditado a la reacción que tome la autoridad monetaria para cumplir con su objetivo de inflación.

### 3. Estimación del grado de transmisión de las perturbaciones de la tasa de cambio sobre los precios

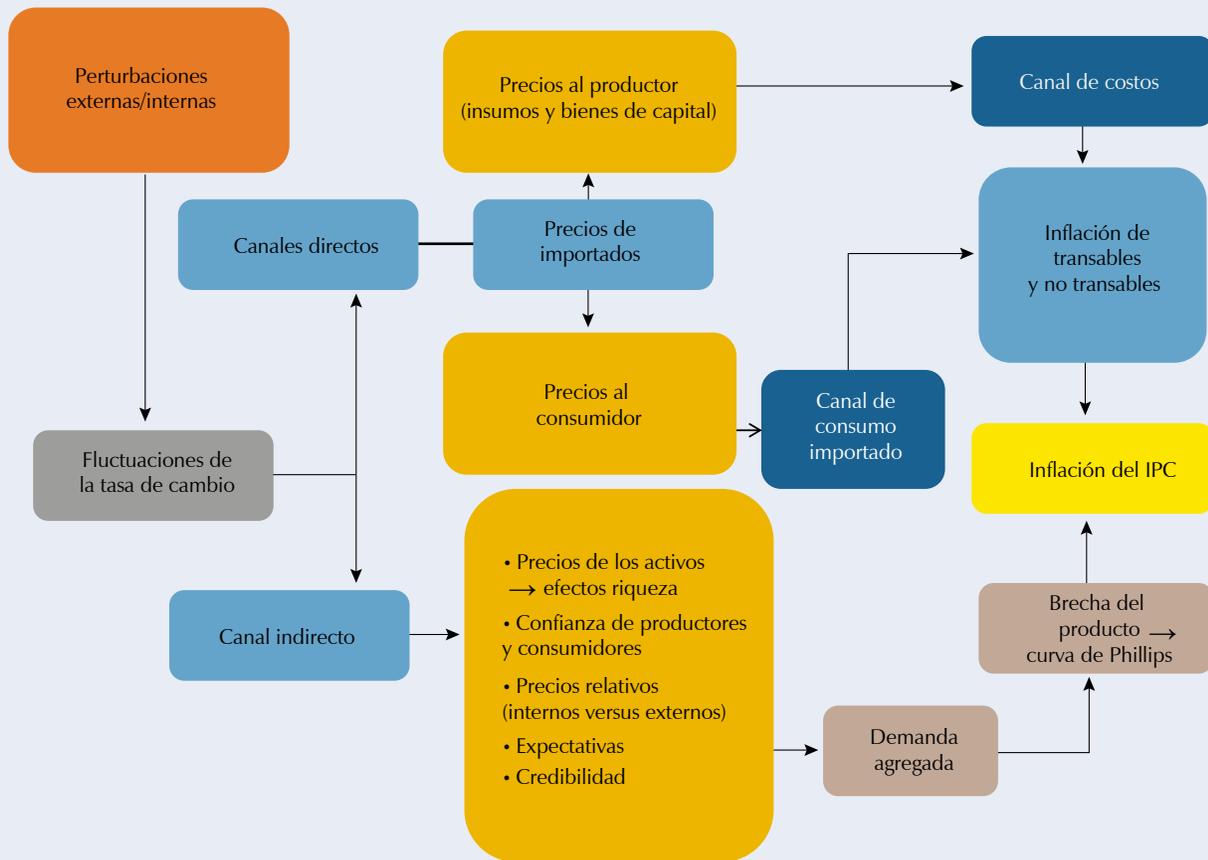
Los cuadros R1.1 y R1.2, R1.3 y R1.4, R1.5 y R1.6, y R1.7 y R1.8 muestran el grado de transmisión acumulado estimado

\* Los autores son, en su orden, investigador principal de la Unidad de Investigaciones y economista principal del Departamento de Modelos Macroeconómicos del Banco de la República. Sus opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Este recuadro resume los principales resultados del documento escrito por Hernán Rincón-Castro y Norberto Rodríguez-Niño titulado “Pass-Through of Exchange Rate Shocks on Inflation: A Bayesian Smooth Transition VAR Approach”, publicado en Borradores de Economía, num. 930, Banco de la República, 2016.

Diagrama R1.1

Canales de transmisión de las perturbaciones de la tasa de cambio sobre los precios



Fuentes: Rincón-Castro y Rodríguez-Niño (2016).

de variaciones positivas (depreciaciones) y negativas (apreciaciones) de 1% y 10% de la tasa de cambio del peso sobre los precios de los bienes importados, al productor, del consumo importado y del IPC, respetivamente, para diferentes plazos (columnas) y estados (“regímenes”) de las distintas variables macroeconómicas (filas). Nótese que la transmisión no se estima con respecto a los movimientos de la TRM, sino a los de la tasa de cambio nominal efectiva del peso (tasa de cambio nominal multilateral del peso ponderada por las importaciones desde los principales socios comerciales). Ahora, cada número de los cuadros debe leerse como la respuesta porcentual acumulada del precio *i*-ésimo ante la perturbación (choque) de la tasa de cambio, relativo a la respuesta porcentual acumulada de la tasa de cambio ante la perturbación en sí misma hasta el período indicado en las columnas. Obsérvese que, al corregir por la respuesta endógena de la tasa de cambio a su propia variación, se evita la posibilidad de una sobreestimación del grado de transmisión.

La primera conclusión que se puede extraer de los resultados reportados en los cuadros es que el grado de transmisión no es uno a uno, tanto en el corto como en el mediano plazo y para todos los precios, inclusive para los precios de

los importados. Por ejemplo, el primer número de la esquina superior izquierda del Cuadro R1.1 indica que ante una depreciación repentina del peso del 1%, el precio de los importados aumenta 50% de dicha depreciación (50 puntos básicos) al primer mes de transcurrido el impacto. Adviértase que para facilitar la lectura de los resultados todos los valores reportados en los cuadros son positivos, independientemente del signo de la variación de la tasa de cambio. En consecuencia, cuando existe una fluctuación negativa de la tasa de cambio, es decir, una apreciación, los valores reportados deben ser interpretados como valores negativos.

A partir de los resultados se pueden resumir los valores mínimos y máximos históricos estimados del grado de transmisión cambiaria acumulada sobre cada uno de los precios a lo largo de la cadena de distribución y para cada momento del tiempo, dados los “regímenes” de cada una de las variables macroeconómicas (denominadas técnicamente como “variables de transición”). Así, el grado de transmisión de una perturbación positiva del 1% de la tasa de cambio sobre los precios de los importados oscila entre 48% y 52% en el primer mes y entre 55% y 67% en el primer año. Los respectivos valores para los precios al productor, al consumo importado y el

IPC oscilan entre 18% y 27%, 8% y 14% y 6% y 11% en el primer mes, respectivamente, y 27% y 46%, 19% y 42%, y 13% y 21% en el primer año. Los grados de transmisión mínimos y máximos acumulados al cuarto año sobre los mismos precios son de 43% y 76%, 20% y 65%, 25% y 68%, y 13% y 40%, respectivamente. Cuando el tamaño de la perturbación aumenta a 10%, los resultados resultan contraintuitivos, ya que el grado de transmisión disminuye, excepto para los precios de los importados. Por ejemplo, la transmisión estimada sobre el IPC oscila ahora entre 2% y 3%, 5% y 13%, y 13% y 33% para los mismos períodos. Por último, vale la pena resaltar que los resultados muestran claramente que el grado de transmisión toma más tiempo y es menor a medida que se avanza en la cadena de distribución.

La segunda conclusión es la dependencia (endogeneidad) de la transmisión del estado de la economía (medido por las distintas variables macroeconómicas); es decir, la transmisión es "estado-dependiente". Este vínculo hace que el grado de transmisión cambie con la situación macroeconómica a lo largo del tiempo.

La tercera indica la naturaleza no lineal de la transmisión cambiaria. Por ejemplo, si la volatilidad de la tasa de cambio es baja, 9% de la depreciación del 1% del peso se transmite al IPC en el primer mes y 20% en el primer año (véase quinta fila del Cuadro R1.7). Por otro lado, si volatilidad de la tasa de cambio es alta, la transmisión asciende desde 7% al 18% en el mismo período y para el mismo tamaño de la perturbación.

La cuarta es que, generalmente, la transmisión responde de manera diferente al signo de la perturbación o movimiento de la tasa de cambio; es decir, la transmisión es asimétrica, así sea en bajo grado. Para ilustrar este resultado se puede revisar el grado de transmisión estimado sobre el precio de los importados cuando la desviación de la inflación del objetivo establecido por el Banco de la República es "alta" (tercera fila del Cuadro R1.1). Los resultados muestran que el grado de transmisión es ligeramente mayor cuando la tasa de cambio se aprecia que cuando se deprecia.

#### 4. Conclusiones

La transmisión de las perturbaciones repentinas de la tasa de cambio sobre los precios es incompleta, endógena, no lineal y asimétrica. En general, la transmisión es mayor cuando la inflación aumenta, es alta y su volatilidad es baja, la depreciación se incrementa y la volatilidad de la tasa de cambio es baja, la brecha del producto es positiva y la tasa de interés interbancaria (variable operativa de la política monetaria) es baja.

El grado de transmisión histórico estimado de una perturbación positiva del 1% de la tasa de cambio sobre los

precios de los importados, al productor, al consumo importado e IPC oscila entre 48% y 52%, 18% y 27%, 8% y 14%, y 6% y 11% en el primer mes, respectivamente, y 55% y 67%, 27% y 46%, 19% y 42%, y 13% y 21% en el primer año. Los grados de transmisión mínimos y máximos acumulados al cuarto año sobre los mismos precios son de 43% y 76%, 20% y 65%, 25% y 68%, y 13% y 40%, respectivamente. Cuando el tamaño de la perturbación aumenta a 10%, la transmisión estimada sobre el IPC oscila ahora entre 2% y 3%, 5% y 13%, y 13% y 33%, para los mismos períodos.

Cuadro R1.1  
Grado de transmisión estimado sobre los precios de los bienes importados

Variable	Tamaño de la variación (porcentaje)	Depreciación del peso				Apreciación del peso				
		1 mes	6 meses	1 año	4 años	1 mes	6 meses	1 año	4 años	
Aumento de la inflación										
Variación de la inflación	1	50	62	65	68	49	62	65	69	
	10	50	62	62	64	50	62	63	65	
	Disminución de la inflación									
	1	49	62	65	68	49	62	64	67	
	10	50	62	62	65	50	62	62	65	
Alta volatilidad de la inflación										
Volatilidad de la inflación	1	49	66	67	71	49	67	69	71	
	10	50	67	68	70	50	68	68	70	
	Baja volatilidad de la inflación									
	1	51	59	62	74	49	57	62	76	
	10	51	58	60	74	50	57	59	74	
Inflación "alta"										
Desviación de la inflación de la meta	1	50	62	65	71	50	62	65	71	
	10	50	61	63	66	50	62	63	66	
	Inflación "baja"									
	1	51	62	65	70	50	61	66	70	
	10	50	61	63	65	51	62	63	65	
Depreciación/apreciación del peso aumenta										
Variación del cambio de la tasa de cambio	1	49	62	65	72	50	63	66	74	
	10	51	63	63	70	51	62	63	69	
	Depreciación/apreciación del peso aumenta									
	1	50	62	64	72	51	62	65	72	
	10	51	63	63	68	51	63	63	68	
Alta volatilidad de la tasa de cambio										
Volatilidad de la tasa de cambio	1	50	60	62	64	51	61	63	64	
	10	50	62	60	61	50	61	60	62	
	Baja volatilidad de la tasa de cambio									
	1	48	60	64	66	50	60	63	64	
	10	49	59	61	64	49	60	62	65	
Tasa de cambio real depreciada o subvalorada										
Desequilibrio de la tasa de cambio real	1	48	64	65	72	48	64	64	72	
	10	49	65	65	73	49	65	65	72	
	Tasa de cambio real apreciada o revaluada									
	1	48	62	62	64	49	62	62	64	
	10	48	61	60	60	49	62	60	61	

Fuente: Rincón-Castro y Rodríguez-Niño (2016).

Cuadro R1.2  
Grado de transmisión estimado sobre los precios de los bienes importados

Variable	Tamaño de la variación (porcentaje)	Depreciación del peso				Apreciación del peso				
		1 mes	6 meses	1 año	4 años	1 mes	6 meses	1 año	4 años	
Brecha del producto	1	Positiva								
		49	58	55	47	53	60	56	47	
		10	51	59	55	43	52	61	56	52
			Negativa							
	1	49	57	54	45	50	57	55	45	
	10	50	59	55	43	50	59	55	44	
	Grado de apertura económica	1	Alta apertura							
			50	65	66	64	51	66	65	64
10			51	65	63	62	51	65	63	63
			Baja apertura							
1		50	65	67	75	50	65	66	74	
10		51	65	67	76	50	65	66	75	
Variación del precio de los commodities		1	Alta							
			49	62	63	69	50	63	63	70
	10		51	62	61	66	50	62	61	67
			Baja							
	1	51	63	64	70	49	63	63	70	
	10	50	62	61	67	50	62	61	67	
	Tasa de interés interbancaria	1	"Alta"							
			49	60	63	56	50	59	63	56
10			49	61	64	54	50	61	64	54
			"Baja"							
1		50	60	60	66	50	60	59	66	
10		50	59	57	65	50	59	57	64	
Tendencia		1	Desde abril de 2009							
			50	64	65	65	51	65	66	65
	10		51	65	64	64	51	65	64	64
			Antes de abril de 2009							
	1	51	66	67	74	53	67	67	74	
	10	51	65	66	72	52	66	66	72	

Fuente: Rincón-Castro y Rodríguez-Niño (2016).

Cuadro R1.3  
Grado de transmisión estimado sobre los precios al productor

Variable	Tamaño de la variación (porcentaje)	Depreciación del peso				Apreciación del peso			
		1 mes	6 meses	1 año	4 años	1 mes	6 meses	1 año	4 años
		Aumento de la inflación							
Variación de la inflación	1	22	31	33	43	22	32	33	43
	10	15	23	22	32	15	23	22	31
	Disminución de la inflación								
	1	20	30	33	43	21	31	33	43
	10	15	23	22	33	16	23	22	32
		Alta volatilidad de la inflación							
Volatilidad de la inflación	1	21	29	31	59	18	28	30	56
	10	16	22	21	45	15	22	22	44
	Baja volatilidad de la inflación								
	1	22	32	36	57	21	32	36	56
	10	16	24	26	50	16	24	26	50
		Inflación "alta"							
Desviación de la inflación de la meta	1	21	30	33	48	19	29	33	49
	10	14	22	23	37	14	23	24	37
	Inflación "baja"								
	1	21	30	34	48	19	29	32	45
	10	15	22	23	34	15	22	23	35
		Depreciación / apreciación del peso aumenta							
Variación del cambio de la tasa de cambio	1	21	30	33	46	23	32	35	47
	10	16	23	23	34	16	23	23	34
	Depreciación / apreciación del peso aumenta								
	1	23	33	34	44	23	32	33	45
	10	15	23	23	33	15	23	23	33
		Alta volatilidad de la tasa de cambio							
Volatilidad de la tasa de cambio	1	23	33	35	63	20	28	27	45
	10	18	24	24	40	16	22	22	35
	Baja volatilidad de la tasa de cambio								
	1	23	38	46	58	21	35	43	57
	10	17	29	33	47	17	29	36	48
		Tasa de cambio real depreciada o subvalorada							
Desequilibrio de la tasa de cambio real	1	22	30	28	30	21	29	28	29
	10	15	21	20	24	15	22	20	23
	Tasa de cambio real apreciada o revaluada								
	1	22	30	32	41	23	33	35	42
	10	16	23	23	30	17	24	23	31

Fuente: Rincón-Castro y Rodríguez-Niño (2016).

Cuadro R1.4  
Grado de transmisión estimado sobre los precios al productor

Variable	Tamaño de la variación (porcentaje)	Depreciación del peso				Apreciación del peso			
		1 mes	6 meses	1 año	4 años	1 mes	6 meses	1 año	4 años
Brecha del producto	1	Positiva							
		27	33	29	43	25	31	30	42
	10	Negativa							
		16	22	21	32	17	24	23	42
	1	21	28	30	33	21	30	28	30
		10	15	22	20	23	16	23	21
Grado de apertura económica	1	Alta apertura							
		23	32	32	30	21	31	30	28
	10	Baja apertura							
		15	22	21	22	17	24	21	22
	1	25	31	35	43	24	30	33	44
		10	17	23	25	35	17	22	25
Variación del precio de los commodities	1	Alta							
		25	33	32	44	24	32	31	43
	10	Baja							
		17	23	22	34	17	24	22	34
	1	24	32	31	44	25	32	31	45
		10	17	24	22	33	17	23	22
Tasa de interés interbancaria	1	"Alta"							
		19	27	27	35	17	25	26	33
	10	"Baja"							
		14	22	22	33	14	22	22	32
	1	22	30	32	65	21	29	32	63
		10	16	22	24	58	17	22	24
Tendencia	1	Desde abril de 2009							
		17	28	28	27	23	34	35	28
	10	Antes de abril de 2009							
		15	23	21	20	16	24	23	21
	1	24	30	33	42	24	30	33	43
		10	17	22	25	33	17	22	24

Fuente: Rincón-Castro y Rodríguez-Niño (2016).

Cuadro R1.5

Grado de transmisión estimado sobre los precios de los bienes de consumo importado

Variable	Tamaño de la variación (porcentaje)	Depreciación del peso				Apreciación del peso			
		1 mes	6 meses	1 año	4 años	1 mes	6 meses	1 año	4 años
		Aumento de la inflación							
Variación de la inflación	1	11	23	30	55	11	22	30	54
	10	4	14	22	45	4	14	22	45
	Disminución de la inflación								
	1	11	23	31	55	10	21	28	53
	10	5	14	22	47	4	14	22	46
		Alta volatilidad de la inflación							
Volatilidad de la inflación	1	11	21	31	58	11	21	31	60
	10	4	14	23	51	4	13	23	51
	Baja volatilidad de la inflación								
	1	10	22	34	66	10	22	33	66
	10	4	16	27	64	4	16	27	62
		Inflación "alta"							
Desviación de la inflación de la meta	1	12	24	33	61	11	22	32	61
	10	5	14	23	51	5	14	23	52
	Inflación "baja"								
	1	10	22	31	58	11	23	32	59
	10	4	14	22	50	5	14	23	50
		Depreciación / apreciación del peso aumenta							
Variación del cambio de la tasa de cambio	1	12	22	32	58	11	23	33	59
	10	4	15	24	49	5	15	24	49
	Depreciación / apreciación del peso disminuye								
	1	11	22	32	56	12	23	33	57
	10	5	15	24	46	4	14	24	47
		Alta volatilidad de la tasa de cambio							
Volatilidad de la tasa de cambio	1	8	18	25	36	8	22	29	42
	10	4	14	21	32	4	13	21	31
	Baja volatilidad de la tasa de cambio								
	1	10	21	28	53	9	20	27	53
	10	4	14	22	46	4	14	22	44
		Tasa de cambio real depreciada o subvalorada							
Desequilibrio de la tasa de cambio real	1	10	21	28	48	11	20	27	48
	10	4	13	19	37	5	13	19	37
	Tasa de cambio real apreciada o revaluada								
	1	11	21	30	49	10	21	30	48
	10	4	13	22	38	4	14	22	38

Fuente: Rincón-Castro y Rodríguez-Niño (2016).

Cuadro R1.6  
Grado de transmisión estimado sobre los precios de los bienes de consumo importado

Variable	Tamaño de la variación (porcentaje)	Depreciación del peso				Apreciación del peso			
		1 mes	6 meses	1 año	4 años	1 mes	6 meses	1 año	4 años
Brecha del producto	1	Positiva							
		11	20	28	57	12	20	27	53
	10	Negativa							
		5	10	16	49	4	15	24	55
Grado de apertura económica	1	Alta apertura							
		8	15	21	42	10	16	22	44
	10	Baja apertura							
		4	10	16	34	3	10	16	37
Variación del precio de los commodities	1	Alta							
		9	21	32	60	11	22	33	61
	10	Baja							
		4	16	26	55	4	16	26	55
Tasa de interés interbancaria	1	"Alta"							
		14	17	20	31	12	15	19	32
	10	"Baja"							
		5	9	11	27	5	8	11	27
Tendencia	1	Desde abril de 2009							
		9	14	19	32	8	14	19	33
	10	Antes de abril de 2009							
		3	9	14	25	3	9	13	24
	1	9	22	32	44	9	22	31	43
	10	4	16	25	36	4	17	25	36

Fuente: Rincón-Castro y Rodríguez-Niño (2016).

Cuadro R1.7  
Grado de transmisión estimado sobre el IPC

Variable	Tamaño de la variación (porcentaje)	Depreciación del peso				Apreciación del peso			
		1 mes	6 meses	1 año	4 años	1 mes	6 meses	1 año	4 años
Variación de la inflación		Aumento de la inflación							
	1	8	13	16	28	8	13	16	28
	10	3	6	7	17	3	6	7	17
		Disminución de la inflación							
	1	8	13	15	29	8	12	15	27
	10	3	6	7	18	3	6	7	18
Volatilidad de la inflación		Alta volatilidad de la inflación							
	1	8	12	15	38	8	12	15	39
	10	3	6	8	25	3	6	8	24
		Baja volatilidad de la inflación							
	1	6	12	17	40	7	13	18	43
	10	3	6	10	33	3	6	10	32
Desviación de la inflación de la meta		Inflación "alta"							
	1	9	13	16	32	8	13	16	33
	10	3	6	8	20	3	6	8	20
		Inflación "baja"							
	1	8	12	15	30	8	13	16	32
	10	3	6	8	18	3	6	8	20
Variación del cambio de la tasa de cambio		Depreciación / apreciación del peso aumenta							
	1	8	14	17	32	8	13	17	33
	10	3	6	8	18	3	6	8	19
		Depreciación / apreciación del peso disminuye							
	1	8	13	16	29	9	14	17	31
	10	3	6	8	18	3	7	8	19
Volatilidad de la tasa de cambio		Alta volatilidad de la tasa de cambio							
	1	7	13	18	36	9	13	15	23
	10	3	7	8	19	3	6	8	17
		Baja volatilidad de la tasa de cambio							
	1	9	15	20	36	8	14	18	37
	10	3	8	10	23	3	7	9	23
Desequilibrio de la tasa de cambio real		Tasa de cambio real depreciada o subvalorada							
	1	8	11	13	27	8	12	14	28
	10	3	5	6	18	3	5	6	18
		Tasa de cambio real apreciada o revaluada							
	1	7	12	15	30	8	12	16	31
	10	3	6	8	17	3	6	8	18

Fuente: Rincón-Castro y Rodríguez-Niño (2016).

Cuadro R1.8  
Grado de transmisión estimado sobre el IPC

Variable	Tamaño de la variación (porcentaje)	Depreciación del peso				Apreciación del peso			
		1 mes	6 meses	1 año	4 años	1 mes	6 meses	1 año	4 años
Brecha del producto	1	Positiva							
		8	17	20	32	7	14	18	29
	10	Negativa							
		3	8	10	23	3	10	13	27
	1	11	15	17	29	10	14	15	25
		10	3	7	8	20	3	7	9
Grado de apertura económica	1	Alta apertura							
		8	11	12	28	8	11	14	25
	10	Baja apertura							
		3	5	6	17	3	5	6	15
	1	7	15	21	34	7	15	21	34
		10	3	9	13	24	3	9	13
Variación del precio de los commodities	1	Alta							
		7	12	15	30	8	12	15	30
	10	Baja							
		2	6	8	20	2	6	9	20
	1	7	12	14	30	7	12	15	30
		10	2	6	8	20	2	6	8
Tasa de interés interbancaria	1	"Alta"							
		10	10	12	12	23	9	11	11
	10	"Baja"							
		3	5	5	21	3	5	5	19
	1	7	14	19	33	6	14	19	33
		10	2	8	12	26	2	8	12
Tendencia	1	Desde abril de 2009							
		8	12	14	21	8	11	15	23
	10	Antes de abril de 2009							
		2	5	6	13	3	5	6	12
	1	7	15	21	35	7	15	21	35
		10	3	9	13	24	3	9	12

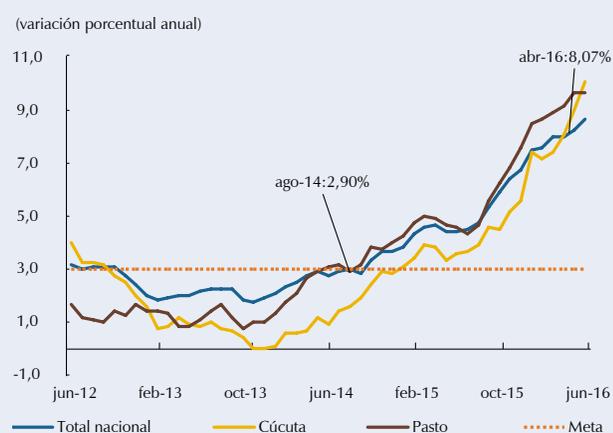
Fuente: Rincón-Castro y Rodríguez-Niño (2016).

## Recuadro 2 LA INFLACIÓN AL CONSUMIDOR EN LAS CIUDADES FRONTERIZAS

Edgar Caicedo G.  
Daniel Leonardo Rojas A.  
Juan David Torres R.\*

En los últimos dos años se ha presentado una tendencia alcista de los precios al consumidor en Colombia. Este recuadro intenta mostrar en qué medida las alzas de precios, en las ciudades fronterizas de Cúcuta y Pasto, explica dicho desempeño. Estas ciudades vienen mostrando un mayor crecimiento anual de precios desde meses atrás que el observado en el promedio nacional (Gráfico R2.1).

**Gráfico R2.1**  
Inflación anual nacional, Cúcuta y Pasto



### 1. Cúcuta

La economía del área metropolitana de Cúcuta atraviesa por una situación difícil y compleja, profundizada por el cierre de la frontera declarado por Venezuela desde el 19 de agosto de 2015, sin que aún se tenga claro la fecha de la reapertura definitiva. De acuerdo con la Cámara de Comercio de Cúcuta, son varios los sectores económicos golpeados por el cierre fronterizo: hotelería y turismo, agroindustria, carbón y agencias de cambio, especialmente<sup>1</sup>. De esta manera, la

economía de Norte de Santander, y en especial de su capital, dada su desvinculación a la economía venezolana, ha tenido que adaptarse al ritmo de la economía colombiana, la cual afronta, a su vez, algunos desbalances macroeconómicos (véase capítulo quinto) que también afectan el desempeño económico regional.

A pesar de la frágil situación económica de Cúcuta, esta ciudad viene registrando una inflación que supera a la total nacional desde abril de 2016, cerrando el primer semestre en 10,06%; es decir, 146 puntos básicos (pb) por encima de la inflación nacional (Cuadro R2.1). De acuerdo con analistas económicos de la región, los motivos de este repunte están vinculados principalmente con el fenómeno de El Niño, el encarecimiento del dólar y, más recientemente, con la reapertura temporal de la frontera con Venezuela y el paro agrario y camionero.

A finales de mayo y por cerca de dos semanas se presentó un paro agrario, y casi paralelamente se desarrolló, desde comienzos de junio, el paro camionero, el cual se extendió por 46 días. Estos ceses de actividades afectaron severamente el suministro de alimentos en muchas ciudades del país, sin que Cúcuta haya sido la excepción. La situación de desabastecimiento en Venezuela también viene generando presiones sobre los precios en Cúcuta. El 10 y el 16 de julio se programó una apertura temporal de la frontera colombo-venezolana en la ciudad de Cúcuta, que atrajo a miles de venezolanos, quienes compraron masivamente bienes de necesidades básicas como alimentos, medicamentos, combustibles y elementos de aseo<sup>2</sup>.

Como se ilustra en el Gráfico R2.1, en los últimos tres meses Cúcuta comenzó a registrar una inflación anual superior a la total nacional. Los resultados del Cuadro R2.2 muestran que las alzas de precios se concentraron, principalmente, en los alimentos (pesan el 35,4% del IPC en la ciudad), cuya contribución porcentual a la inflación entre abril y junio de 2016 fue de 45,1%. Cabe destacar que la variación anual de los alimentos en Cúcuta fue de 18,8% en junio de 2016; muy superior al dato de junio de 2015, que fue del 5,5%. Vivienda y transporte también impulsaron el aumento de la inflación en esta ciudad durante el segundo trimestre de este año, aunque en una menor magnitud, lo cual está relacionado con la indexación y con la depreciación del tipo de cambio.

\* Los autores son, en su orden, profesional líder y estudiantes en práctica del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Sus opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva

1 Véase al respecto: Cámara de Comercio de Cúcuta, *Informe de Gestión, 2015*.

2 Es importante señalar que la apertura temporal de la frontera generará presiones alcistas en la inflación de julio en Cúcuta.

Cuadro R2.1  
Inflación total con y sin ciudades fronterizas

Datos a junio	Inflación trimestre corrido	Inflación año corrido	Inflación anual
IPC total	1,49	5,10	8,60
IPC Cúcuta	3,15	6,83	10,06
IPC Pasto	1,26	4,83	9,60
IPC Cúcuta y Pasto	2,50	6,14	9,90
Sin Cúcuta	1,45	5,06	8,56
Sin Pasto	1,50	5,10	8,59
Sin Cúcuta ni Pasto	1,45	5,06	8,55

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R2.2  
Contribución a la inflación de las ciudades fronterizas  
(porcentaje)

Rubros IPC	Cúcuta		Pasto	
	Ponderación	abr. 16/jun. 16	Ponderación	ago. 14 /jun. 16
Alimentos	35,04	45,12	31,32	54,83
Vivienda	30,53	20,85	26,22	16,66
Transporte	10,42	12,83	13,05	10,09
Otros gastos	6,78	7,59	7,19	6,45
Resto	17,22	13,61	22,22	11,97

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

## 2. Pasto

La ciudad viene mostrando precios que se ajustan por encima del promedio nacional desde agosto de 2014 (Gráfico R2.1). El componente transable de su cesta de consumo impulsó con fuerza la inflación al consumidor en esta ciudad. Lo anterior comenzó a sentirse desde el arranque de la fase de depreciación del peso con respecto al dólar en el tercer trimestre de 2014, la cual no solo presionó los costos al alza sino que significó un aumento importante del flujo de compradores provenientes del Ecuador a la zona fronteriza, incluida Pasto. Los ecuatorianos vienen aprovechando el mayor valor del dólar para hacer sus compras en Colombia. La mayor afluencia de compradores del vecino país, si bien estimula el crecimiento de la ciudad, también ha presionado al alza los precios locales, lo que tomó más fuerza con el evento climático de El Niño y en junio con el paro camionero. De acuerdo con analistas regionales, no solo El Niño afectó los precios de los alimentos, también la depreciación del peso ha encarecido los fertilizantes, abonos y maquinaria.

Como reflejo de lo anterior, los alimentos en Pasto, entre agosto de 2014 y junio de 2016, concentraron cerca del 55,0% del aumento de la inflación de la ciudad. El aporte a la inflación acumulada entre agosto de 2014 y junio de 2016 del resto de grupos del IPC no es atípicamente alto.

Es evidente que las ciudades de frontera fueron castigadas con mayores alzas de precios que el resto de urbes del país contempladas en la muestra del IPC. Mientras que en general los precios al consumidor fueron impulsados por la indexación, el evento de El Niño, el tipo de cambio, y los paros camionero y agrario, el IPC en las ciudades de frontera fue también jalonado por otros choques, como la crisis de desabastecimiento de artículos de primera necesidad en Venezuela (en el caso de Cúcuta) y la afluencia masiva de compradores desde Ecuador (en el caso de Pasto).

A pesar de lo anterior, el impacto consolidado de las dos ciudades a la inflación total nacional es mínimo. Como se muestra en el Cuadro R2.1, la inflación anual en junio fue del 8,60%. Excluyendo el impacto de precios en las zonas de frontera, la inflación anual nacional habría sido del 8,55%; es decir, la contribución de las dos ciudades es de tan solo 5 pb: 4 por Cúcuta y 1 por Pasto. En el año corrido la inflación total nacional fue del 5,10%, pero sin Pasto ni Cúcuta habría sido solamente de 4 pb menor (5,06%). Este resultado no es sorprendente porque estas ciudades tienen asignado un peso relativamente bajo en la canasta del IPC nacional: en el caso de Cúcuta es de 2,53% y en el de Pasto es de 1,35%.

## IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

**Para este informe se revisó a la baja el crecimiento de 2016.** Se espera que el PIB se expanda a una tasa de 2,3% anual, con un rango entre 1,5% y 3,0%.

**La convergencia de la inflación a su meta dependerá** de que se presente un ajuste suficiente en los precios de los alimentos, de que no se renueven las presiones al alza sobre el tipo de cambio y de que no se amplíen los mecanismos de indexación.

### A. CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA LO QUE RESTA DE 2016 Y 2017

Los pronósticos de crecimiento de la actividad económica para este año presentados en este *Informe* fueron revisados levemente a la baja con respecto a lo publicado un trimestre atrás. La información disponible sugiere que algunos de los riesgos contemplados en el pasado se han materializado, en particular aquellos del contexto interno. No obstante, en esta versión también se revisaron algunas proyecciones relacionadas con el entorno internacional y los precios de las materias primas. En este sentido, para 2016 se espera una demanda interna menos dinámica que en 2015, en un entorno de relativa volatilidad en los mercados financieros internacionales y de precios de materias primas todavía menores que los del año pasado, pese a las alzas de los últimos meses.

En semanas recientes sucedieron cambios en el entorno financiero internacional que han suscitado alguna incertidumbre en el desempeño de las economías emergentes. Aún no es claro el efecto que tenga el *bretxit* sobre las economías de la región, y en particular la colombiana, hacia el mediano y largo plazos. Se espera que los niveles de liquidez internacional se mantengan altos, en parte por una normalización de la política monetaria estadounidense más lenta que lo anticipado,

*Para 2016 se proyecta una demanda interna menos dinámica que en 2015.*

además de la prevalencia de tasas de interés negativas en distintas economías avanzadas (véase capítulo I). Sin embargo, no se puede descartar el riesgo de algún tipo de efecto adverso sobre la economía colombiana durante la segunda mitad del año y comienzos de 2017, especialmente vía flujos de capital y términos de intercambio.

También es importante notar que, como se reseñó en el capítulo I de este *Informe*, las proyecciones de crecimiento de nuestros socios comerciales (ponderado por comercio no tradicional) no cambiaron de manera significativa con respecto a lo presentado un trimestre atrás. Si bien se revisó a la baja el pronóstico de crecimiento de los Estados Unidos, se revisó al alza el de China. Sin embargo, el panorama del desempeño económico de Venezuela, Brasil y Ecuador continúa siendo pesimista. Todo lo anterior permite prever que en lo que resta de 2016 seguiría predominando una demanda externa débil.

En este *Informe sobre Inflación* se proyecta un déficit en la cuenta corriente menor que el anticipado un trimestre atrás. Este menor uso de ahorro externo es consistente con un menor financiamiento proveniente de la inversión de cartera y de la IED dirigida al sector minero. La contraparte de este menor financiamiento sería un menor déficit comercial, producto de menores importaciones, acorde con la desaceleración esperada de la demanda interna, la depreciación real del peso y de las caídas proyectadas de la inversión intensiva en bienes de capital importados.

Adicionalmente, en este *Informe* se mantienen las perspectivas de menores precios de bienes básicos exportados por Colombia para el promedio de 2016 frente al de 2015, aunque con niveles mayores que lo esperado un trimestre atrás. En particular, los pronósticos del escenario más probable tienen implícitos un precio internacional del petróleo (de referencia Brent) que rondaría los UDS 43 por barril en promedio para 2016, mayor que lo contemplado hace un trimestre (USD 35), pero más bajo que en 2015 (USD 53). Con estas nuevas proyecciones aún se presentarían retrocesos de los términos de intercambio, aunque de menores magnitudes que las registradas a lo largo del año pasado. Esta caída tendría efectos reales sobre la dinámica del ingreso nacional disponible, lo que a su vez impactaría el desempeño del gasto público y de la inversión, en particular aquella realizada desde la rama mineroenergética, según lo sugieren los informes coyunturales de las diferentes empresas e instituciones del sector.

*Para lo que resta del año se esperan expansiones positivas para la inversión en construcción, por encima del resto de rubros que componen la formación bruta de capital fijo.*

Así las cosas, en este *Informe* se mantienen las proyecciones que contemplan una demanda interna menos dinámica que en 2015. Este menor comportamiento obedecería, principalmente, a una mayor caída de la formación bruta de capital que la contemplada en versiones anteriores de este *Informe*. En este sentido, la desaceleración de la economía, la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal y la transmisión del aumento de la tasa de intervención a las tasas de mercado afectarían este componente del PIB en lo que resta del año. En particular, se prevén caídas importantes en los rubros de equipo de transporte y de maquinaria para la industria.

*El consumo privado se desaceleraría de manera similar a lo previsto en el informe anterior.*

Para el caso de la inversión en construcción, se esperan expansiones positivas, por encima del resto de rubros que componen la formación bruta de capital fijo, aunque también levemente por debajo de las pronosticadas un trimestre atrás. La construcción de edificaciones continuaría ejerciendo un impulso gracias al componente residencial, el cual seguiría favorecido por la continuación de los planes de vivienda social que adelanta el Gobierno nacional, y por el efecto positivo de los subsidios a la tasa de interés para compra de vivienda nueva en estratos bajo y medio. Con respecto a las obras civiles, también se espera un crecimiento positivo, pero menos dinámico que lo anticipado un trimestre atrás. Esta revisión obedeció, en parte, al bajo nivel de ejecución observado a lo largo del primer semestre de recursos de los gobiernos regionales y locales frente a lo previsto.

El consumo privado se desaceleraría de manera similar a lo previsto en el *Informe sobre Inflación* anterior. El incremento de la inflación restaría poder adquisitivo a los ingresos de los hogares. A lo anterior se debe sumar el efecto de los incrementos recientes de las tasas de interés y una posible desaceleración adicional del empleo, lo cual, en conjunto, debería desincentivar la demanda de crédito por parte de los consumidores.

Por otro lado, los resultados del primer trimestre revelaron un menor dinamismo del gasto público que lo originalmente contemplado. En consecuencia, en este *Informe* se revisó a la baja el supuesto de crecimiento del consumo público, de acuerdo con una consolidación del ajuste fiscal prevista para 2016.

Finalmente, se espera que las exportaciones netas en términos reales contribuyan de manera positiva a la expansión del PIB. A pesar de la perspectiva pesimista sobre el desempeño de las exportaciones tradicionales (determinadas por las proyecciones de la producción de petróleo, carbón, y café), las de bienes no tradicionales, y sobre todo las de servicios, compensarían dichas caídas. Lo anterior supone un crecimiento positivo de las exportaciones en 2016, aunque a un ritmo menor que su promedio calculado desde 2001. Para el caso de las importaciones, se pronostican caídas consistentes con la depreciación real del peso y con el desempeño de los rubros de la demanda interna que son intensivos en bienes importados, a saber: el consumo durable, y las inversiones en maquinaria para la industria y de equipo de transporte. Adicionalmente, la plena entrada de operaciones de Reficar promovería, en algún grado, la sustitución de importaciones de combustibles.

Por el lado de la oferta, se espera que la depreciación acumulada del peso continúe estimulando la producción de varios sectores transables, en particular el manufacturero. En este caso, para lo que resta de 2016 se prevé una expansión mayor que la observada en 2015. El proceso gradual en la reapertura de Reficar debería seguirse reflejando en unas altas tasas de crecimiento de la elaboración de productos derivados de petróleo. Para el resto de subsectores industriales también se prevé un buen ritmo de expansión, similar al registrado en la primera mitad del año. Este pronóstico está sustentado en el efecto que la depreciación acumulada debe seguir teniendo sobre la competitividad de los productos nacionales, en gran medida por medio del proceso de sustitución de importaciones.

*En 2016 las exportaciones netas en términos reales contribuirían de manera positiva a la expansión de la economía colombiana.*

*La depreciación acumulada del peso continuaría estimulando la producción de varios sectores transables, en particular el manufacturero.*

Con todo lo anterior, las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República apuntan a que la industria se expandiría a un ritmo superior que el del resto de sectores.

Para el sector agropecuario se prevé un desempeño moderado, luego del gran impulso que esta rama le brindó a la economía colombiana en los años anteriores, en especial por el proceso de renovación cafetera que implicó un aumento de la productividad de los cultivos. En principio, la producción de café se ubicaría en un nivel inferior al observado en 2015, tal y como se anticipaba en la versión anterior de este *Informe*. Esto, debido a las consecuencias adversas que habría tenido el fenómeno de El Niño sobre el volumen de producción del parque cafetero, incluso a pesar de las ganancias en productividad por la renovación de cafetales y las inversiones realizadas en años anteriores. En particular, se espera una producción de café superior a la registrada en promedio para la década más reciente, pero menor que los 14,2 millones de sacos de 2015. Para los otros productos agrícolas y para el grupo de animales vivos y productos animales se consolidaría la desaceleración que mostraron estas subramas en el primer trimestre del año. Lo anterior, también debido al impacto rezagado que tenga el fenómeno de El Niño sobre la oferta agrícola y el ciclo de retención ganadera sobre el sacrificio de ganado.

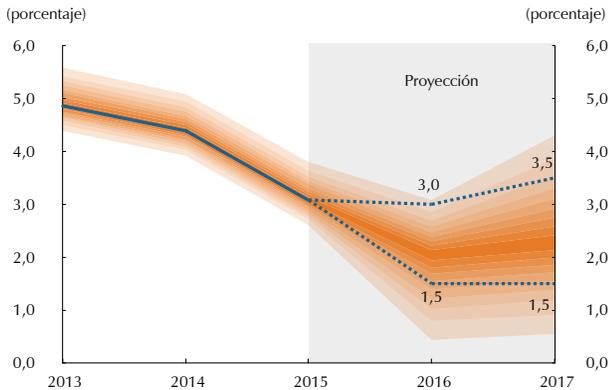
Finalmente, en la minería se registrarían caídas importantes en la segunda mitad de 2016, afines con aquellas observadas en lo corrido del año. A pesar de la reciente recuperación del precio internacional del petróleo, aún se mantiene la perspectiva de una reducción de la producción de crudo a niveles cercanos a los 920.000 barriles diarios en promedio. Cabe señalar que la producción acumulada al mes de junio cayó 9,5% anual, lo que, sumado a los anuncios relacionados con el recorte de inversiones en extracción y exploración por parte de algunas empresas del sector, permite prever un pobre desempeño de la subrama para lo que resta de 2016. Para el caso de la producción de carbón, la caída de los precios internacionales y la menor demanda mundial por este producto permiten prever que el retroceso observado en el primer semestre se mantenga durante la segunda mitad del año.

Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del producto en el escenario más probable se ubica alrededor de 2,3% para 2016 (gráficos 40 y 41), con un rango de pronóstico entre 1,5% y 3,0% (Cuadro 7). En esta ocasión, el balance de riesgos está sesgado hacia una alta probabilidad de desaceleración mayor del crecimiento del PIB para el año en curso.

*El sector agropecuario registraría un desempeño moderado en 2016, en parte por los efectos acumulados del fenómeno de El Niño. En la minería se observarían caídas según lo previsto para la producción petrolera y de carbón.*

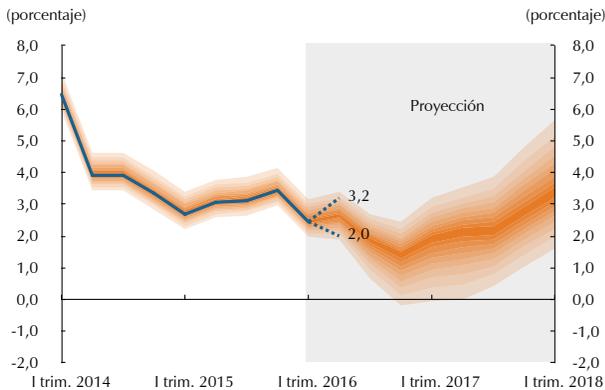
En este sentido, los principales riesgos a la baja están asociados con un crecimiento de nuestros socios comerciales más débil que el contemplado en la senda central de pronóstico. En caso de llegar a materializarse este riesgo, se esperaría un impacto adicional sobre las exportaciones no tradicionales en los próximos dos años. En 2016 un riesgo a la baja también estaría asociado con el nivel de ejecución de las obras civiles, en particular el de las concesiones 4G, cuyo cronograma de pagos se ha visto afectado en el pasado reciente. Algo similar podría ocurrir para el consumo público. Por último, otro riesgo a la baja hacia el futuro

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.

sería el posible impacto que tenga una eventual reforma tributaria sobre el ingreso disponible y el gasto de los hogares.

El principal riesgo alcista está relacionado con el comportamiento de la producción transable. Así, podría darse el caso de que la producción transable reaccione más rápido que lo previsto a la depreciación acumulada y a los actuales niveles del tipo de cambio, lo que implicaría una sustitución de importaciones aún mayor que la contemplada en el escenario central o un dinamismo mayor de las exportaciones no tradicionales o de servicios.

Asimismo, de acuerdo con las proyecciones de crecimiento económico, el ejercicio de estimación de la brecha del producto sugiere que esta habría terminado 2015 en terreno positivo y que se habría hecho levemente negativa a comienzos de 2016. Los pronósticos sugieren que esta brecha negativa continuaría ampliándose durante este año y el siguiente.

En esta ocasión se estima una brecha promedio para 2016 más cerrada que la de hace un trimestre. Esto se debe a que el menor dinamismo de la inversión (en particular aquella dirigida al sector mineroenergético) implica una menor estimación del crecimiento potencial. En otras palabras, la expansión del producto que ahora es sostenible en el tiempo es menor que la observada en años previos al choque petrolero. Para 2016 la

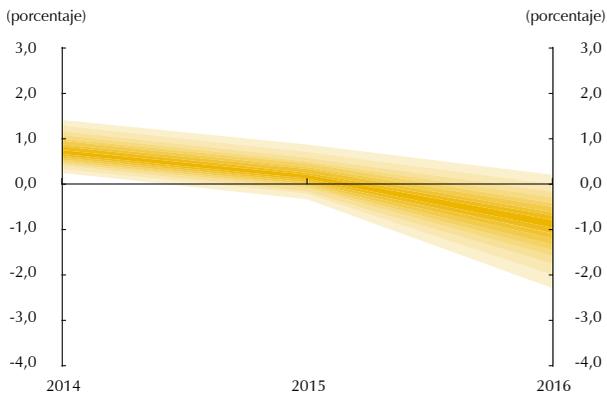
probabilidad de que la brecha termine el año siendo negativa aumentó un poco con respecto al informe anterior, ubicándose en 92%. Para 2017 la misma probabilidad se ubica en 90% (Gráfico 42).

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

Rango	2016	2017
< 3,0	95,1	70,0
3,0-4,0	4,8	21,2
4,0-5,0	0,1	7,3
5,0-6,0	0,0	1,4
Entre 3 y 5	4,9	28,5
Entre 2 y 4	41,2	54,4
Entre 1,5 y 3	59,9	48,6

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 42  
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Así, los resultados de la brecha del producto indican que las presiones inflacionarias originadas en la demanda agregada habrían sido bajas y que continuarían siéndolo en este año y el siguiente.

## B. INFLACIÓN

### 1. Pronósticos

Con la información disponible a junio en materia de precios y actividad económica, los modelos del Banco sugieren que la inflación al consumidor estaría alcanzando un punto máximo entre junio y septiembre, al igual que lo estimado en el informe de marzo. Pese a ello, por diversas razones, incluidos los choques no anticipados de oferta que se hicieron presentes en los últimos meses, este punto de quiebre se situaría en un nivel mayor que el previsto anteriormente.

Lo anterior, sumado a un aumento en la inercia inflacionaria debido a la activación de diversos mecanismos de indexación, implica que la convergencia de la inflación hacia la meta del 3,0% se ha hecho algo más lenta en este *Informe* frente a lo sugerido en el anterior. Como se explicará, la probabilidad de esta convergencia depende de la rapidez del ajuste de los precios de los alimentos y de otros bienes y servicios afectados por los choques de oferta del último año, de que no haya perturbaciones externas que renueven las presiones sobre el tipo de cambio y, de manera especial, de que no se amplíen los mecanismos de indexación de precios y salarios.

Así como se presentó en el *Informe* de marzo, el pronóstico central de inflación en esta oportunidad supone que los choques transitorios que elevaron la inflación en trimestres anteriores comenzarían a desvanecerse en la segunda mitad de 2016 y que esta tendencia se consolidaría a comienzos de 2017.

De acuerdo con las diferentes agencias meteorológicas nacionales e internacionales, el fenómeno de El Niño se ha extinguido y las lluvias en Colombia retornaron durante el segundo trimestre a niveles normales. Esta situación garantiza la recuperación de la productividad en el campo y, junto con los precios altos, debe estar estimulando las siembras y la producción. Algo de ello se comienza a observar en productos como el arroz para el cual se está pronosticando una cosecha record.

De igual forma, el paro camionero, que tuvo una duración y extensión importantes frente a otros que se presentaron en años anteriores, iba camino de ser superado a finales de julio. Al parecer, este fenómeno afectó el abastecimiento en los principales centros urbanos, sobre todo el de productos perecederos y de otros semiprocesados (como carne y leche). Como consecuencia, esto interrumpió el descenso

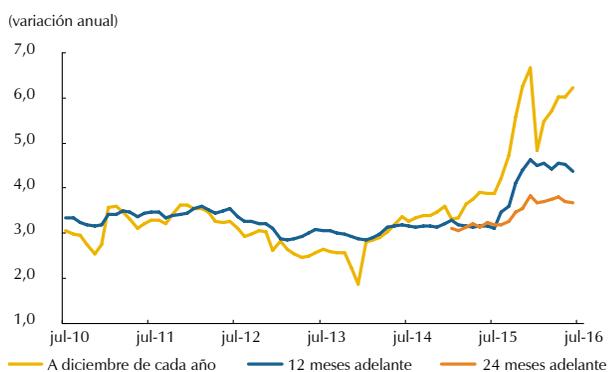
que había empezado a observarse en mayo para varios precios de alimentos. Una vez solucionado este problema, los precios, que aumentaron por esta situación, deberán retornar prontamente a los niveles observados antes.

Con respecto las presiones cambiarias, el otro choque transitorio de importancia al que ha estado sometida la inflación, el pronóstico central contempla que estas cedan paulatinamente entre el segundo semestre de 2016 y la primera mitad de 2017. La transmisión de la depreciación acumulada del tipo de cambio en el año y medio anterior debería completarse en los próximos dos trimestres, a juzgar por el rezago con que esta se efectúa. Además, y como se explica en el capítulo I de este *Informe*, para lo que resta del año se espera que el tipo de cambio se mantenga alrededor de niveles similares a los observados en el segundo trimestre, gracias a lo cual esta variable no sería fuente de presiones inflacionarias adicionales. Así, las alzas de precios de los bienes transables, de alimentos y de algunos no transables deberán moderarse por este concepto.

A pesar de que las dos fuentes principales de presiones inflacionarias deben tender a desaparecer en los próximos meses, ayudando a reducir la inflación anual, el alto nivel que esta alcanzó y el hecho de que termine este año por encima de la meta (como se muestra más adelante) hacen que la inercia inflacionaria haya aumentado. Esto es factible porque las altas expectativas de inflación superan la meta de la JDBR y, además, porque los mecanismos de indexación activos desempeñan un papel más destacado que en años anteriores.

En materia de expectativas, la encuesta mensual efectuada por el Banco de la República revela que para diciembre de este año, en promedio, los analistas del mercado financiero esperan una inflación de 6,53%, un valor superior a lo que preveían en marzo (5,72%). De todas maneras, la misma encuesta muestra que los analistas esperan un descenso importante de la inflación a partir de 2017, con unas cifras para horizontes de doce y veinticuatro meses de 4,61% y 3,68%, similares a las presentadas en el informe anterior (Gráfico 43).

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

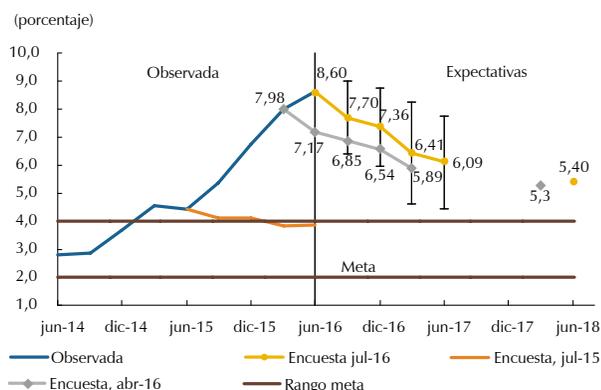


Fuentes: Banco de la República.

De acuerdo con la encuesta trimestral del Banco efectuada a empresarios y sindicatos a comienzos de julio, la inflación esperada a diversos horizontes aumentó, y es relativamente alta. Para diciembre de este año se estima en 7,36%, en tanto que a doce y veinticuatro meses es de 6,09% y 5,40% (Gráfico 44).

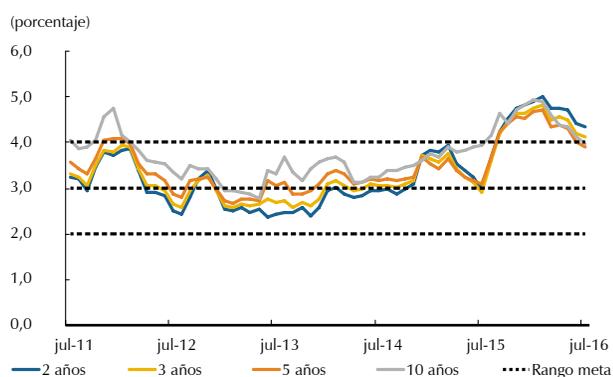
En cuanto a las expectativas derivadas de los TES, estas disminuyeron en los últimos meses, pero se mantienen por encima del 4,0% a diversos horizontes (Gráfico 45). En este caso, sin embargo, es posible que los resultados estén siendo influenciados por otros factores y que la disminución efectiva pueda ser menor que la estimada.

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



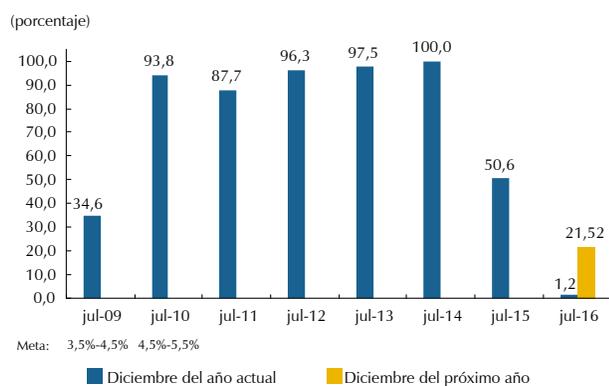
Nota: para cada expectativa se presenta su respectiva desviación estándar.  
Fuentes: DANE y Banco de la República (*Encuesta trimestral de expectativas*).

**Gráfico 45**  
Expectativas de inflación derivadas de los TES  
(a dos, tres, cinco y diez años)  
(promedio mensual)<sup>a/</sup>



a/ Metodología Nelson y Siegel.  
Fuentes: Banco de la República (*Encuesta trimestral de expectativas*) y DANE.

**Gráfico 46**  
Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de los años 2009 a 2016  
(encuesta aplicada en julio de cada año)



Fuente: Banco de la República, (*Encuesta trimestral de expectativas*).

Así las cosas, la evolución de las expectativas de inflación y otros factores, como una inflación básica alta y unos mecanismos de indexación activos (como se señala a continuación), no permiten concluir con certeza que las empresas y hogares colombianos esperen una convergencia hacia la meta del 3% en el plazo anunciado por la JDBR. Una evidencia al respecto la ofrece la encuesta trimestral de expectativas ya reseñada, que muestra que el porcentaje de encuestados que cree en el cumplimiento de la meta para 2017 es de solo el 21,5% (Gráfico 46).

De hecho, como se explica en el capítulo III de este *Informe*, en lo corrido del año los mecanismos de indexación acrecentaron y prolongaron los efectos de los choques transitorios sobre precios originados en el fenómeno de El Niño y en la depreciación del peso. De acuerdo con los modelos del Banco y con la senda central de pronóstico, esta situación seguirá observándose durante lo que resta del año.

La indexación ha afectado los incrementos salariales, como ya se mencionó (capítulo III) y seguirá haciéndolo en 2017. Hay que tener en cuenta que, pese a la desaceleración económica, la tasa de desempleo aún no ha aumentado. Esto ha sucedido tanto porque el empleo sigue creciendo (aunque a un ritmo más bajo que en años anteriores), como porque la participación laboral dejó de aumentar, e incluso ha presentado algunos descensos en ciudades como Bogotá (véase el capítulo II de este *Informe*). Por tanto, es poco probable que se registren alzas salariales por debajo de la inflación observada.

De esta manera, los aumentos de los costos salariales a tasas superiores a la meta de inflación serán un factor que estará presente en la formación de precios durante los próximos trimestres. Esta circunstancia dificulta una reducción rápida de los ajustes de precios en el caso de varios ítems del IPC transable y no transable y, sobre todo, en el caso de servicios intensivos en mano de obra.

La senda central para la inflación total, en particular su descenso a partir del tercer trimestre, está marcada por la evolución prevista para el IPC de alimentos. La variación anual de esta canasta deberá empezar

*La menor senda central de la inflación está condicionada a que se realice la reducción esperada en los precios de los alimentos.*

a disminuir en el tercer trimestre del año y esta tendencia se acentuaría a comienzos de 2017. La recuperación de la oferta agropecuaria deberá conducir a disminuciones de precios de los alimentos perecederos en estos próximos seis meses. Además, se esperan pocas alzas en otros alimentos procesados de origen importado, dada la estabilidad prevista para el tipo de cambio y los niveles favorables para los precios internacionales. La excepción a estas tendencias vendría dada por el precio de las carnes, el cual seguiría aumentando, dado el ciclo de retención ganadera que se espera que actúe durante el resto del año. En parte, por esta razón se elevó un poco la senda pronosticada para el IPC de alimentos frente a lo contemplado hace un trimestre.

La inflación básica, medida según el IPC sin alimentos, descendería también a partir del tercer trimestre, pero más lentamente que la de alimentos, según los modelos del Banco, y se acercaría a la parte alta del techo del rango meta (del 2% al 4%) al finales de 2017 y más claramente en 2018. Este comportamiento obedece al papel que desempeña la indexación en precios y salarios, la cual impide una disminución más rápida de las variaciones anuales de los transables y no transables. Esto, pese a que las presiones cambiarias y las de demanda serían bajas.

Cabe señalar que la convergencia de la inflación a la meta hacia finales de 2017 y en 2018 depende crucialmente de que las expectativas de inflación no se desvíen por mucho tiempo de la meta y de que aumente la credibilidad en su cumplimiento. Ello permitirá restar protagonismo a la indexación de precios y salarios. En caso contrario, la autoridad monetaria se verá en la necesidad de fijar las tasas de interés en niveles altos por un período prolongado para garantizar la convergencia de la inflación a su meta, con el consiguiente costo en la actividad económica que esto implica.

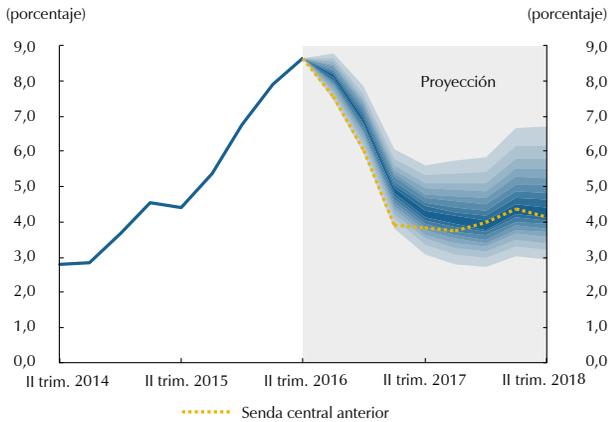
## **2. Balance de riesgos**

El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 47 y 48. Para este *Informe* se estima un *fan chart* balanceado para lo que resta de 2016 y comienzos de 2017 y con un sesgo al alza de allí en adelante. Como se explicó, la senda central de pronóstico de inflación aumentó en este *Informe* frente al anterior (Gráfico 49). Por otro lado, los riesgos al alza en un horizonte superior a un año adquirieron mayor importancia en esta ocasión.

*La convergencia de la inflación a la meta hacia finales de 2017 depende de que las expectativas de inflación no se desvíen por mucho tiempo de la meta y del aumento de la credibilidad en su cumplimiento para el próximo año.*

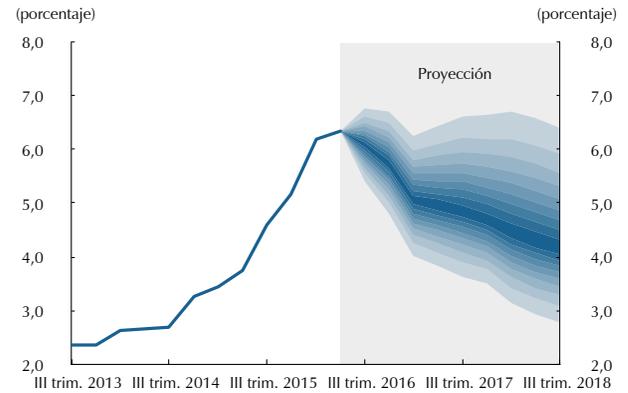
Es importante señalar que el pronóstico central de inflación y el balance de riesgos que se presentan en este *Informe* se construyeron sin incorporar los posibles efectos de la reforma tributaria anunciada por el Gobierno. No obstante, y en virtud de lo anterior, para este *Informe* se mantuvo la amplitud del *fan chart* (que mide la incertidumbre que acompaña los pronósticos) en niveles altos, sobre todo en lo relacionado con el consumo público y privado. Esta se suma a la ya considerada en informes anteriores, asociada con el contexto externo y con la inflación de alimentos.

Gráfico 47  
Fan chart de la inflación total



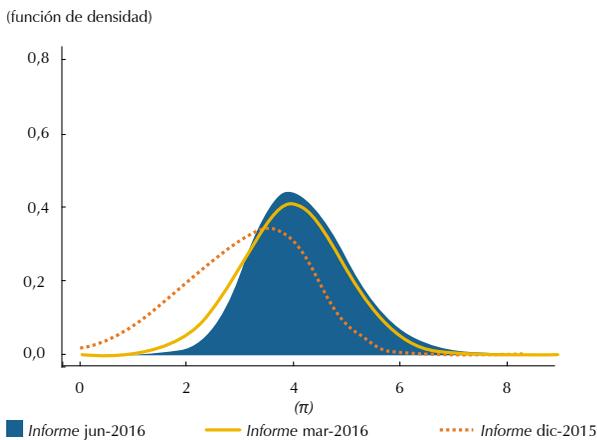
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 48  
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 49  
Corte transversal del fan chart de inflación total para diciembre de 2017



Fuente: Banco de la República.

Los riesgos al alza considerados en esta oportunidad son los siguientes:

*Mayor depreciación y su transmisión a la inflación:* diversas circunstancias podrían conducir a una senda de tipo de cambio en los próximos dos años superior a la contemplada en la proyección central de inflación. Por ejemplo, la depreciación prevista está relacionada con un precio del petróleo para el resto del año y para 2017 que aumentó con respecto al informe anterior, sobre la base de una oferta esperada de petróleo más restringida hacia el mediano plazo. Sin embargo, los riesgos de que estas condiciones menos dinámicas de la oferta no se verifiquen son aun importantes en la medida en que los inventarios de crudo siguen siendo altos, entre otros factores. En este caso, el precio del petróleo podría descender y el peso podría tender a depreciarse más de lo previsto. Así mismo, aunque se da por des-

contado que solo habrá un incremento de la tasa de interés de la Fed hacia finales de año, no puede descartarse la posibilidad de que dicho movimiento ocurra antes de diciembre. Un evento como este también podría significar menores entradas de capitales y una mayor depreciación. A lo anterior se suma la posibilidad de que el coeficiente de traspaso de la depreciación a los precios, implícito en los modelos, sea menor que el verdadero. Así, incluso con la senda de tipo de cambio contemplada en este informe, la inflación al consumidor tendería a ser mayor que la proyectada. La ocurrencia de alguno de estos eventos o una combinación de los mismos terminaría reflejada en variaciones anuales más altas del IPC de transables y el IPC total frente a la senda central de pronóstico.

*Activación de mecanismos de indexación de precios y salarios:* el alto nivel que mantiene la inflación total y la elevada probabilidad de que esta termine nueva-

*La activación de los mecanismos de indexación implica un riesgo de mayor inercia inflacionaria que hace más lento el cumplimiento de la meta.*

mente por encima del rango meta en 2016 hacen factible que los ajustes salariales en los próximos trimestres sean significativamente superiores al 3%. Por la misma razón, y dados los diversos mecanismos de indexación que aún operan en la economía colombiana, es posible que los agentes formadores de precios efectúen ajustes automáticos de estos en función del comportamiento de la inflación total. Ambas circunstancias pueden derivar en una inercia inflacionaria mayor que la contemplada en los modelos de pronóstico utilizados para producir la senda central de este *Informe*. Cabe señalar que estos modelos fueron estimados y calibrados en períodos de inflación menor que la actual y con una inercia inflacionaria más baja. Por tanto, existe un riesgo de subestimación de la senda de inflación, especialmente hacia 2017, y de que, con la activación de los mecanismos de indexación, la convergencia de la inflación a la meta sea más lenta de lo que prevé este *Informe*.

*Incrementos no esperados de los precios de los alimentos debido a fenómenos climáticos u otros choques de oferta:* la probabilidad de que se presente el fenómeno de La Niña está alrededor del 60% a finales de 2016 y comienzos de 2017. Si bien este fenómeno usualmente no ha tenido incidencia de importancia en la inflación, no se puede descartar que un evento de alta intensidad sí lo haga. La evidencia empírica sugiere que en fenómenos de La Niña fuertes aumentan la probabilidad de que algunos precios de alimentos se reajusten al alza por varios meses, bien sea por que se resiente la producción o porque se afecte su transporte y distribución. Un riesgo alcista adicional que pesa sobre los precios de los alimentos guarda relación con el ciclo de retención ganadera por el que, al parecer, atraviesa la ganadería colombiana. En este *Informe* se considera que sus efectos sobre el precios de la carne se sentirán hasta finales de año; sin embargo, también es posible que la fase de retención se prologue hacia 2017, en cuyo caso los precios de la carne de res y sus sustitutos podrían seguir presionando al alza la inflación, más allá de lo previsto en la proyección central.

Cabe señalar que los riesgos al alza que pesan sobre los alimentos (por La Niña y el ciclo ganadero) son importantes, sobre todo hacia 2017. A más corto plazo, los riesgos que pesan sobre los precios de los alimentos están más sesgados a la baja, como se explica más adelante.

Los principales riesgos a la baja son los siguientes:

*Hacia 2017 existen riesgos al alza asociados con los posibles efectos del fenómeno de la Niña y de un ciclo de retención ganadera más largo.*

*Una demanda externa menor a la prevista en la senda central de pronóstico:* aunque la incertidumbre acerca de los efectos del *brexit* en la economía global es alta, los riesgos mayores son a la baja, ya que hay una probabilidad no despreciable de que las decisiones de inversión y de consumo se vean afectadas, principalmente en Europa, pero también por diversos canales, en otras economías avanzadas y emergentes. En el presente *Informe* se incorporó un efecto negativo leve sobre el crecimiento de varias economías por cuenta de este fenómeno (véase el capítulo I); sin embargo, dicho impacto podría ser mayor. En últimas, su magnitud estaría condicionada por la manera y rapidez con que se reconfiguren las relaciones comerciales entre Reino Unido y la zona del euro. Adicionalmente, la economía global todavía enfrenta los riesgos que pueden provenir de una eventual inestabilidad financiera en China. Este es un peligro aún latente que, de materializarse, frustraría las metas de crecimiento

*Existe el riesgo de una desaceleración de la demanda externa mayor que la prevista.*

que tienen las autoridades de dicho país y dificultaría su transición hacia una economía más sustentada por el consumo interno, con implicaciones negativas de diversa índole sobre la economía global. En la región, en países como Ecuador y Venezuela se mantiene una alta incertidumbre acerca de su desempeño económico. También, pesan algunos riesgos por cuenta de la mayor incertidumbre y confrontación imperantes en el terreno político estadounidense. La materialización de algunos o varios de estos riesgos derivaría en una demanda externa más débil para Colombia y en una menor confianza de inversionistas y consumidores hacia el país. Todo ello con efectos negativos sobre la demanda interna, los cuales tenderían a generar presiones a la baja sobre la inflación al consumidor.

*Una caída de los precios de los alimentos perecederos más allá de la prevista:* la desaparición del fenómeno de El Niño hacia mediados de 2016 debe llevar a que los precios de los alimentos entren en una fase de descenso que eliminaría buena parte de la presión que ha ejercido esta canasta sobre la inflación total. No obstante, y aunque este tipo de dinámica fue incorporada en la senda central de pronóstico, para lo que resta de 2016 la caída de los alimentos perecederos podría ser de mayor magnitud que la contemplada en dicha senda. Esto en tanto la oferta agropecuaria tenga una respuesta a los altos precios más favorable que la anticipada. En consecuencia la convergencia a la meta podría ser más rápida, especialmente si se acompaña de una respuesta positiva de las expectativas de inflación y de un menor impacto de la indexación. El riesgo a la baja por este concepto se concentra entre el segundo semestre de 2016 y el primero de 2017.

En resumen, pese a la desaceleración de la economía y a la corrección parcial del déficit de la cuenta corriente, observadas y previstas para los próximos trimestres (véanse capítulos I y V), el análisis del balance de riesgos sugiere que la probabilidad de que la inflación de finales de 2017 termine dentro del rango meta de la JDBR (entre 2% y 4%) ha descendido frente a lo obtenido en los informes de diciembre y de marzo (Cuadro 8). Esto, incluso teniendo en cuenta los efectos esperados de las acciones de política tomadas hasta el segundo trimestre. El gráfico 49 muestra que el valor más probable del pronóstico de inflación total para diciembre de 2017 aumentó entre el *Informe* de diciembre de 2015 y el de junio de 2016. Asimismo, muestra que la distribución se desplazó a la derecha, indicando una probabilidad decreciente de que la inflación se sitúe entre 2% y 4% a finales de 2017.

*La probabilidad de que la inflación converja a la meta en 2017 ha disminuido en este informe.*

De hecho, de acuerdo con el *fan chart* que se presente en este *Informe*, se estima que en 2017 la inflación total se ubicaría dentro del rango meta con una probabilidad de 42% (cuadros 8 y 9). Dicha probabilidad es menor que la obtenida en marzo de 2016 y en diciembre de 2015. Vale la pena resaltar que la amplitud de la función de densidad de los pronósticos que se muestra en los gráficos 47 y 48, según el área sombreada, solo incluye el 90% de esta. Estos resultados, al igual que el pronóstico central, suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de política se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta.

Cuadro 8  
 Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2017 esté entre 2% y 4%  
 (porcentaje)

<i>Informe de diciembre de 2015</i>	58,7
<i>Informe de marzo de 2016</i>	48,6
<i>Informe de junio de 2016</i>	42,0

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Cuadro 9  
 Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación total  
 (porcentaje)

Rango	2016	2017
< 2,0	0,0	0,3
2,0-2,5	0,0	1,6
2,5-3,0	0,0	6,0
3,0-3,5	0,0	14,1
3,5-4,0	0,0	20,3
> 4,0	100,0	57,7
Entre 2 y 4	0,0	42,0

Fuente: cálculos del Banco de la República.

### Recuadro 3

## ¿CÓMO EXPLICAR EL INCREMENTO DE LA INFLACIÓN ENTRE JULIO DE 2014 Y JUNIO DE 2016 POR MEDIO DE LOS DIFERENTES COMPONENTES DEL IPC?

Edgar Caicedo  
Juan David Torres  
Paola Andrea Jaramillo  
Daniel Leonardo Rojas\*

Una forma de explicar el incremento de la inflación de 2,89% en julio de 2014 a 8,60% en junio de 2016 es analizar la contribución de cada uno de los componentes del IPC al mismo. Se escogió este período porque fue cuando comenzó la fuerte depreciación del peso con respecto al dólar, que lo llevó de COP1.858,4 en julio de 2014 a COP3.357,5 en febrero de 2016, para luego descender a COP2.991,7 en junio. Debe tenerse en cuenta que este método es una aproximación parcial, pues no considera efectos de segunda ronda, ni puede atribuírsele una interpretación causal.

El impacto de la depreciación se ha sentido en primera instancia en el componente transable del IPC, en los bienes no transables afectados vía costos por el encarecimiento del dólar, así como en el precio interno de la gasolina. Sin embargo, en este último, dicho impacto fue más que compensado por la fuerte caída de los precios internacionales del petróleo.

Simultáneamente con la depreciación, se presentó un fenómeno de El Niño de intensidad fuerte con sustanciales impactos negativos sobre los rendimientos y las decisiones de nuevas siembras en el sector agrícola. También, este evento climático hizo que las tarifas de los servicios públicos aumentaran.

Por otra parte, la alta inflación del año pasado y el incremento del salario mínimo implicaron una alta indexación en algunos segmentos de la canasta, generando presiones alcistas en la inflación al consumidor. Asimismo, el aumento de las expectativas inflacionarias y su posible desanclaje con respecto a la meta (3,0%), estarían generando efectos de segunda ronda indeseables sobre la inflación vía, por ejemplo, el incremento del salario mínimo para 2016.

En el Cuadro R3.1 se muestra la contribución al aumento de la inflación de las principales canastas del IPC. Para clasificar las presiones inflacionarias en el período contempla-

do, se dividió la canasta familiar entre el IPC de alimentos (compuesto por un subgrupo transable y otro no transable) y el IPC sin alimentos. Este último grupo, a su vez, se segmentó en regulados (compuesto por servicios públicos, combustibles y transporte), transables y no transables (compuesto por arriendos, indexados, afectados por tipo de cambio y resto).

Las conclusiones que se puede extraer son las siguientes:

1. El aumento de la inflación para el período analizado es explicado, principalmente, por el IPC de alimentos (55,7%), y en segunda instancia por el IPC sin alimentos (44,3%).
2. Dentro del IPC sin alimentos, el grupo que más aportó en el período considerado fue el de transables, cuya contribución fue de 25,7%. Esto último puede asociarse en buena parte, a la transmisión de la depreciación acumulada a los precios al consumidor.
3. Todos aquellos rubros del IPC que puedan estar afectados más claramente por la depreciación (transables sin alimentos ni regulados, no transables afectados por tipo de cambi, y alimentos transables) explica, en conjunto, un poco menos del 53,0% del repunte inflacionario.
4. Los no transables sin alimentos ni regulados son responsables en algo más de 10,0% del aumento en la inflación total en el lapso estudiado. Dentro de este grupo sobresale el aporte del subgrupo indexados y el de arriendos, cuya participación conjunta suma alrededor de 6,4%. Este porcentaje puede asociarse al aporte generado por la indexación a la aceleración de la inflación.
5. En el IPC Sin alimentos, el segmento que menos contribuyó fue el de regulados, grupo que explica cerca de 8,50% del impulso inflacionario.
6. Sin embargo, dentro de regulados, la subcanasta que más aportó fue la de servicios públicos, con un 8,36%. Ello, en buena parte, se debió a los efectos los efectos que tuvo el fenómeno de El Niño sobre las tarifas de servicios públicos, en especial la de gas y energía. A lo anterior se sumó la salida de operación de la central hidroeléctrica de Guatapé entre febrero y mediados de año y una menor oferta relativa de gas natural dados los cuellos de botella en el sistema de transporte que enfrenta este sector. En el caso del acueducto, durante el primer trimestre de este año, se reactivó la actualización tarifaria, una vez se acumuló a comienzos de año un 3,0% de inflación al consumidor.
7. Los combustibles, dentro de los regulados, fue el único componente de la canasta que aportó a desacelerar la inflación anual. La caída de los precios internacionales del petróleo explica este comportamiento.

---

\* Los autores son, en su orden, profesional líder en inflación y estudiantes 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

8. Dentro de los alimentos (que explicaron casi el 56% del aumento de la inflación para el período de referencia) el aporte mayor corrió por cuenta de los alimentos no transables que explicaron el 30,3% del aumento de la inflación, mientras que los alimentos transables contribuyeron con algo menos del 26,0% al impulso inflacionario. En el caso de los alimentos transables la depreciación del tipo de cambio compensó la caída de los precios internacionales de los alimentos, jalando al alza los precios de los cereales, aceites y grasas, especialmente.
9. Por último, dentro de los alimentos no transables, el segmento afectado por el clima fue el que más explicó el ajuste inflacionario en el período referido (con un 16,2%). Este subgrupo de alimentos fue el de mayor inflación acumulada (36,9%) entre julio de 2014 y junio de 2016, sin embargo su contribución a la aceleración de la inflación no fue la mayor dada su baja ponderación (4,22%) en la canasta del IPC. El segundo componente de la subcanasta de alimentos no transables que más aportó al aumento de la inflación fueron las comidas fuera del hogar, con un 7,26%. Dicho rubro ha venido creciendo en los últimos meses, con fuerza, por

el aumento de los precios de los alimentos, los mayores tarifas de los servicios públicos y el ajuste del salario mínimo. El grupo resto (carnes en especial) dentro de los alimentos no transables tuvo registro una participación menor al componente de comidas fuera del hogar, explicando en 6,8% el repunte inflacionario entre julio de 2014 y junio de 2016.

10. En síntesis, la aceleración de la inflación entre julio de 2014 y junio de 2016 está asociada, en un 53,0%, con aumentos de precios en subcanastas del IPC muy afectadas por la depreciación. Algo más de 6,4% de este repunte se asocia a canastas muy afectadas por la indexación. Cerca de 25,0% del mismo estaría explicado por los rubros afectados directamente o indirectamente por el fenómeno de El Niño, servicios públicos y alimentos no transables principalmente afectados por el clima. El restante 15,6% del incremento de la inflación en el período estudiado estaría asociado a otros factores, como los ajustes en precios en algunos espectáculos (como el fútbol), incrementos tarifarios en el transporte urbano de algunas ciudades, y la incidencia que sobre los precios de la carne de res tiene la fase de menor sacrificio de ganado.

Cuadro R3.1  
Inflación y contribuciones entre julio de 2014 y junio de 2016

Descripción	Ponderación	Inflación junio-16/julio-14	Contribución puntos porcentuales en la aceleración entre jul/14 y jun/16	Participación en porcentaje en la aceleración entre jul/14 y jun/16
Total	100,00	13,40	5,71	100,00
Sin alimentos	71,79	10,27	2,53	44,27
Transables	26,00	12,40	1,47	25,71
No transables	30,52	9,14	0,58	10,09
Arriendos	18,59	7,58	0,19	3,24
Indexados	8,14	10,93	0,18	3,18
Afectados por tipo de cambio	2,29	10,05	0,10	1,80
Resto	1,51	16,66	0,11	1,87
Regulados	15,26	9,43	0,48	8,47
Servicios públicos	6,31	14,03	0,48	8,36
Combustible	2,91	(4,67)	(0,12)	(2,09)
Transporte	6,04	4,54	0,13	2,20
Alimentos	28,21	21,36	3,18	55,73
Alimentos transables	12,10	22,48	1,45	25,46
Alimentos no transables	16,11	20,62	1,73	30,28
No transables clima	4,22	36,93	0,93	16,23
No transables resto		18,82	0,39	6,79
No transables CFH	8,07	12,92	0,41	7,26

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

## V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

**Después de la caída de los términos de intercambio**, la economía colombiana ha registrado un período de ajuste ordenado. Este choque negativo fue más rápido y de mayor magnitud que el enfrentado por otros países latinoamericanos.

**La tasa de cambio se ajustó rápidamente ante el choque.** Otras variables como el déficit en la cuenta corriente, el endeudamiento y los precios de la vivienda han registrado correcciones moderadas desde niveles históricamente altos.

**Hacia adelante se prevé que el proceso de ajuste continúe** de forma gradual, con un entorno de demanda mundial débil y con una mayor incertidumbre sobre las fuentes de financiamiento externo.

Posterior a la crisis financiera mundial, los precios internacionales de los principales bienes básicos de origen minero que exporta Colombia retornaron a su tendencia creciente, y mantuvieron cotizaciones históricamente altas. Ese período, comprendido entre 2010 y mediados de 2014, fue de elevados términos de intercambio, de aumentos importantes del ingreso nacional y de una apreciación significativa nominal y real del peso. La inversión creció a tasas altas (principalmente la dirigida al sector mineroenergético y a la construcción) y el consumo se aceleró, lo que en conjunto generó un incremento de la demanda interna que superó los crecimientos del producto y del ingreso nacional. Esa dinámica del gasto requirió el uso de ahorro externo, lo cual se reflejó en una ampliación significativa del déficit en la cuenta corriente. Al tiempo, el crédito bancario creció a tasas importantes y la deuda de los hogares y las empresas llegó a niveles altos en relación con el PIB. Los precios de la vivienda mantuvieron una tendencia creciente y en cada año alcanzaron un máximo histórico.

*La reducción que se ha observado del desequilibrio externo y la que se espera para este y el próximo año, dista de ser una corrección drástica y desordenada.*

La fuerte y rápida caída del precio del petróleo, registrada a partir del segundo semestre de 2014, generó un descenso significativo de los términos de intercambio, deterioró la dinámica del ingreso nacional y originó un período de ajuste de la economía colombiana. En consecuencia, algunos desbalances macroeconómicos que se habían acumulado antes del choque petrolero comenzaron a corregirse, en un entorno de normalización de los niveles de liquidez en los Estados Unidos y de desaceleración económica del promedio de los socios comerciales del país.

*El empleo sigue robusto y la demanda interna no muestra una pérdida de dinámica más allá del menor crecimiento del ingreso nacional.*

La primera y más rápida corrección la registró la tasa de cambio, que entre julio de 2014 y junio de 2016 se depreció 61% en términos nominales frente al dólar y 31% en términos reales frente a los principales socios comerciales<sup>11</sup>. El déficit en la cuenta corriente en dólares alcanzó su máximo nivel a finales de 2014 y luego presentó una tendencia decreciente. Como porcentaje del PIB, la corrección ocurrió desde el cuarto trimestre de 2015, y se espera que en 2016 y 2017 se sitúe, en su orden, en 5,3% y 4,3%.

La reducción que se ha observado hasta el momento del desequilibrio externo y la que se espera para este y el próximo año, dista de ser una corrección drástica y desordenada, y disminuye la vulnerabilidad externa de la economía. No obstante, es insuficiente para alcanzar los niveles de déficit externo observados en países con similares calificaciones de riesgo<sup>12</sup>.

Después del choque petrolero, la tasa de crecimiento del crédito continuó moderándose, sin señales importantes que indiquen restricciones fuertes de oferta. En términos reales, el endeudamiento total<sup>13</sup>, que a mediados de 2014 crecía alrededor del 9%, se desaceleró y a junio de 2016 lo hizo a una tasa cercana al 3%. La cartera en moneda extranjera cayó y parte de ella fue sustituida por créditos en moneda nacional. A junio de 2016 la deuda relativa al PIB, tanto la de los hogares como de las empresas, se situó en niveles históricamente altos, similares a los registros de un año atrás.

Con respecto a los índices de precios de la vivienda relativos al IPC, después de la caída del precio internacional del petróleo, continuaron con su tendencia creciente pero con una tasa de aumento menor. Los registros disponibles más recientes ya muestran leves caídas en el margen (excepto para el IPVU), aunque siguen en niveles cercanos a los máximos de las series.

Como se ha mostrado en las secciones previas, a pesar del fuerte choque negativo que recibió la economía colombiana, el empleo sigue robusto y el déficit externo no se ha cerrado abruptamente. Esto ha ocurrido en un entorno de amplia liquidez internacional en el que Colombia ha seguido contando con acceso al financiamiento externo. Sin embargo, en lo corrido del año las calificadoras de riesgo han lanzado algunas alertas en cuanto a las perspectivas del país<sup>14</sup>, lo que a futuro puede implicar mayores dificultades a la hora de utilizar el ahorro externo.

*Colombia ha seguido contando con acceso al financiamiento externo en un entorno de amplia liquidez internacional.*

---

11 Si se utiliza el IPC como deflactor.

12 Véase el Recuadro 1, “Disminución de los precios de los productos básicos y sus efectos sobre la economía de Chile, Perú y Colombia”, *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, junio de 2016.

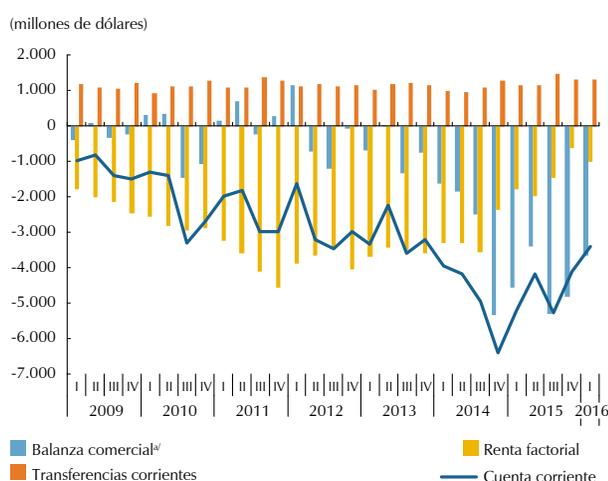
13 Incluye crédito bancario (moneda nacional y extranjera), titularizaciones de cartera hipotecaria colocación de bonos y financiación externa directa. La financiación en dólares se ajusta eliminando el efecto del tipo de cambio. El indicador se deflacta con el índice implícito de precios de la demanda interna.

14 Específicamente, Standard and Poor’s y Fitch Ratings.

En este capítulo se presenta la dinámica reciente de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el crédito y los precios de la vivienda. Además, se presenta un indicador (índice de desbalance macroeconómico: IDM) que agrega los desbalances estimados para cada una de estas variables<sup>15</sup>.

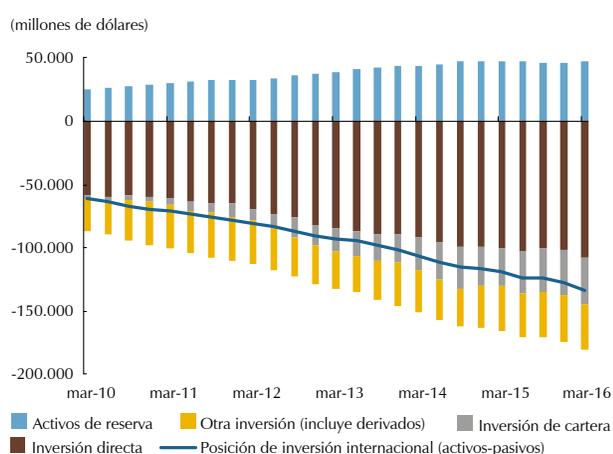
## A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

Gráfico 50  
Cuenta corriente por componente



a/ Incluye bienes y servicios.  
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 51  
Posición de inversión internacional por componentes



Fuente: Banco de la República.

Como se explicó en el capítulo I, durante el primer trimestre del año el déficit en la cuenta corriente se redujo, por cuenta de un menor déficit comercial (explicado, a su vez, por un descenso de las importaciones) y de una reducción en los egresos por renta de los factores (Gráfico 50).

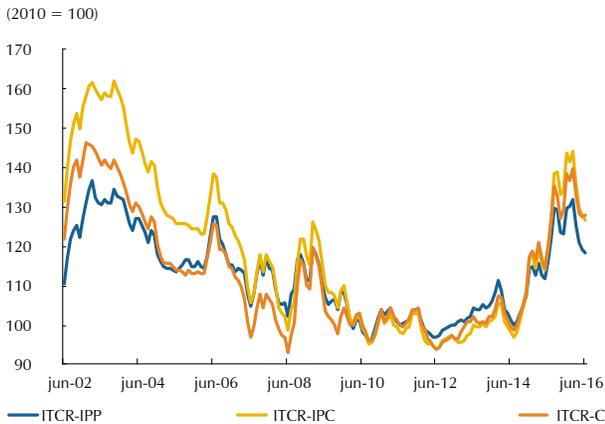
Estimaciones preliminares sugieren que el menor déficit de la cuenta corriente obedece, principalmente, a una menor tasa de inversión, en particular la dirigida al sector mineroenergético, en comparación con la de los años del auge minero y petrolero (entre 2004 y 2014 cerca de la mitad de la IED en Colombia llegó al sector de petróleo y minería, incentivada por los altos precios internacionales de este tipo de bienes). Al caer los precios, esta inversión se redujo, al tiempo que la dirigida a otros sectores también se ha resentido por cuenta de la esperada desaceleración de la economía. No obstante, la principal fuente sigue siendo la inversión directa (Gráfico 51).

La flexibilidad de la tasa de cambio desempeña un papel fundamental en el ajuste. Entre julio de 2014 y junio de 2016 la depreciación del peso frente al dólar alcanzó un 61% y en términos reales, frente al grupo de los principales socios comerciales, un 18,3%, si se deflata con el IPP, y un 30,8%, si se descuenta el IPC. En relación con los competidores en café, banano, flores y textiles en los Estados Unidos, en el mismo período la depreciación real del peso fue del 30,0% (Gráfico 52).

La depreciación estimula las exportaciones y encañece las importaciones, mejorando el resultado de la

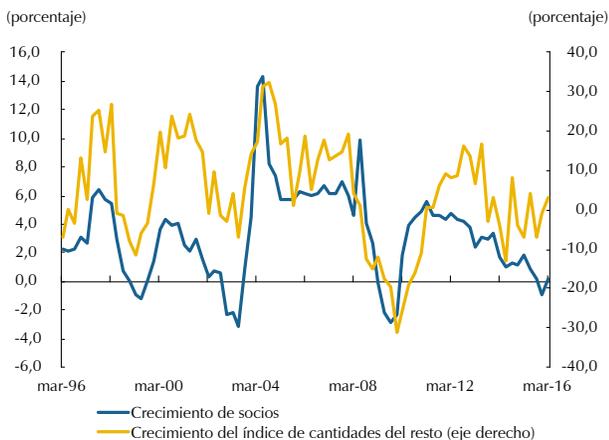
15 Véase Arteaga, Huertas y Olarte (2012). “Índice de desbalance macroeconómico”, Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República.

Gráfico 52  
Índices de la tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 53  
Crecimiento de las cantidades exportadas (sin mineros y sin principales agrícolas) y crecimiento de los socios comerciales



Fuente: Banco de la República.

balanza comercial y, por esta vía, el balance externo. No obstante, a pesar de la fuerte depreciación nominal y real, la debilidad de la demanda externa ha sido un factor que no ha permitido una recuperación de las exportaciones distintas a las de bienes básicos (Gráfico 53). Por el contrario, las importaciones han caído con rezago, tanto en valores como en cantidades, principalmente las destinadas a bienes de capital y a consumo.

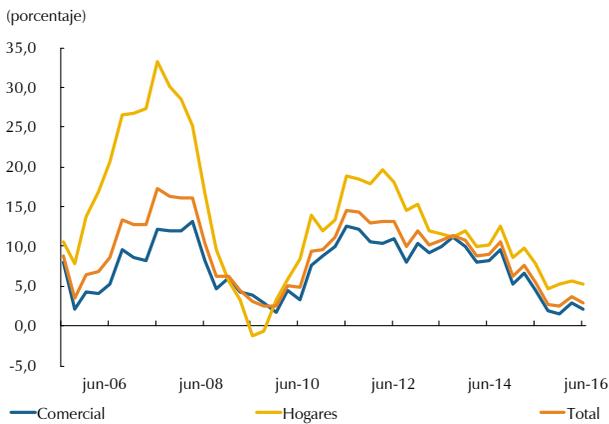
La depreciación mitiga el deterioro de los ingresos externos cuando se convierten a pesos. También disminuye la presión sobre el desbalance externo, al reducir la remisión de utilidades de las empresas extranjeras que tienen sus ingresos en pesos. A lo anterior se adiciona la caída en las utilidades que transfieren las petroleras a causa del descenso en el precio del crudo.

La información disponible de comercio exterior para el segundo trimestre sugiere que la corrección del déficit corriente ha continuado. Hacia adelante se prevé que este proceso se registre de forma gradual, con un entorno de demanda mundial débil y con una mayor incertidumbre sobre las fuentes de financiamiento externo. En la medida en que este ajuste en la cuenta corriente continúe de forma ordenada, Colombia será menos vulnerable a los choques negativos que se generen en los mercados financieros internacionales. Por el contrario, si la corrección se pospone, se incrementa el riesgo de que se presente un cierre abrupto de la cuenta corriente, debido, por ejemplo, a un fuerte aumento en el costo del financiamiento externo o por restricciones en su oferta. Si este último escenario se materializa, los efectos negativos sobre el producto y el empleo podrían ser de magnitudes considerables.

## B. ENDEUDAMIENTO

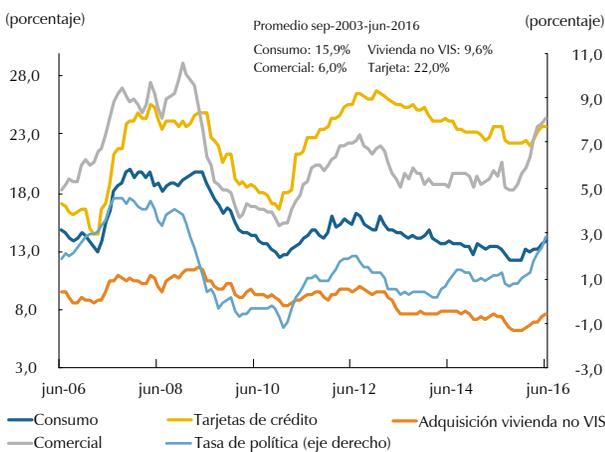
En el primer semestre de 2016 el endeudamiento real registró una tasa moderada de crecimiento (3,3%), similar a la observada en la segunda mitad de 2015 (2,8%). Esta estabilización en la dinámica de la cartera real se observa tanto en los créditos destinados a las empresas como en los dirigidos a los hogares (Gráfico 54). Sin embargo, cada sector ha registrado tendencias distintas. En el caso de las empresas, continúa la preferencia por sustituir deuda en moneda extranjera por local, particularmente con créditos en moneda nacional del sector bancario. En el caso de los hogares, la cartera de consumo ha perdido dinámica, hecho que se ha compensado con un mayor crecimiento de la hipotecaria.

**Gráfico 54**  
**Endeudamiento de los hogares y las empresas<sup>a/</sup>**  
**(variación anual real)<sup>b/</sup>**



a/ Incluye crédito bancario en moneda legal y extranjera, titularizaciones de cartera hipotecaria, colocaciones de bonos y financiamiento externo directo. La deuda denominada en moneda extranjera se ajustó para eliminar el efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio.  
 b/ Se utilizó el deflactor de la absorción. Para el segundo trimestre de 2016 se supuso que este deflactor tuvo la misma aceleración del IPC.  
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 55**  
**Tasas de interés reales ex ante<sup>a/</sup>**



a/ Tasas mensuales promedio, excepto la tasa de política, para la cual se considera la fecha de reunión de la JDBR. Se utiliza el promedio de varias medidas de expectativas de inflación como deflactor (a un año obtenida de la encuesta mensual a analistas financieros, a un año obtenida de la encuesta trimestral de expectativas económicas, las BEI a dos y a tres años, y la forward BEI de dos a tres años).  
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Parte de este comportamiento se explica por el aumento en el costo del financiamiento. Para los préstamos en moneda extranjera este incremento se ha dado por cuenta de la incertidumbre sobre la depreciación del peso y por las mayores primas de riesgo país frente a lo observado en 2015. En el caso de los préstamos en pesos, las tasas de interés de los créditos se han incrementado, en parte como respuesta a los aumentos en la tasa de interés de referencia. En términos reales (deflactando con expectativas de inflación) las tasas de interés de los créditos aplicadas a los hogares y a las empresas se encuentran en niveles cercanos a sus promedios históricos calculados desde 2003 (Gráfico 55).

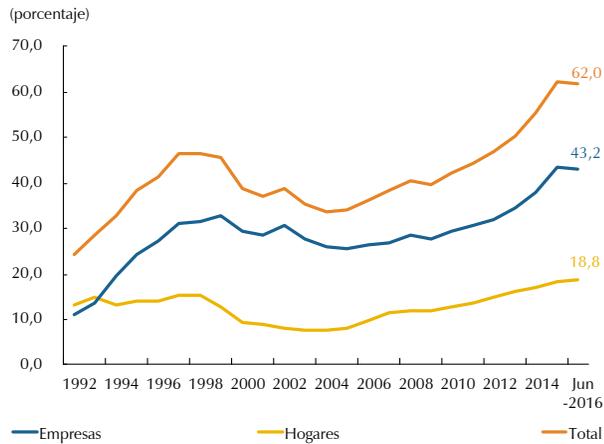
Otros aspectos de oferta y demanda también han incidido en las tendencias de la cartera. De acuerdo con los resultados del segundo trimestre de la *Encuesta sobre la situación del crédito* del Banco de la República, los establecimientos que otorgan préstamos perciben una menor demanda de crédito en todas las modalidades (excepto vivienda). En la misma encuesta los intermediarios manifiestan haber incrementado las exigencias únicamente para los préstamos de consumo. Pese a esto último, el nivel real de la tasa de consumo fue inferior a su promedio desde 2003 y la menor transmisión de los aumentos de la tasa de interés de referencia hacia las tasas de interés de este sector (comparada con otras modalidades) sugiere que no hay restricciones de oferta significativa.

Para los créditos comerciales las entidades de crédito manifiestan haber incrementado la oferta de fondos. Además, la dinámica de las distintas fuentes de fondeo de las empresas indica que se mantiene la tendencia a sustituir préstamos en moneda extranjera para evitar el riesgo cambiario. Vale la pena señalar que las tasas de los créditos a las empresas son las

que mayores aumentos han tenido desde que se inició el actual ciclo de incremento en la tasa de interés de política monetaria.

La moderación en el crecimiento real de la cartera se ha dado desde un nivel elevado de deuda con relación al PIB, tanto de los hogares como de las empresas (Gráfico 56). Adicionalmente, según la información más reciente, los indicadores de mora y riesgo se encuentran en niveles bajos, pero en el margen están mostrando algunas señales de deterioro. En este contexto, si bien el mercado laboral se mantiene robusto y la demanda de crédito en moneda nacional por parte de las empresas sigue dinámica, es probable que la moderación en el crecimiento real del

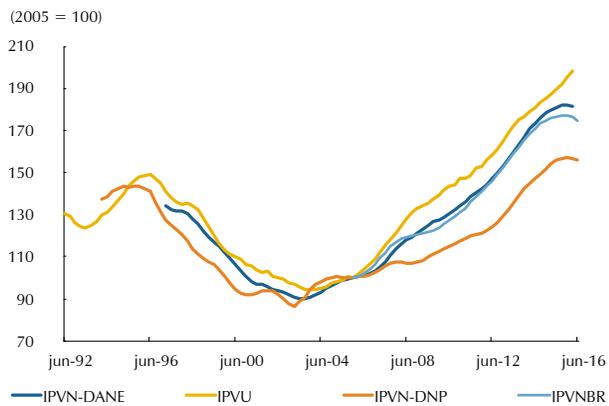
Gráfico 56  
Endeudamiento<sup>a/</sup> de los hogares y las empresas



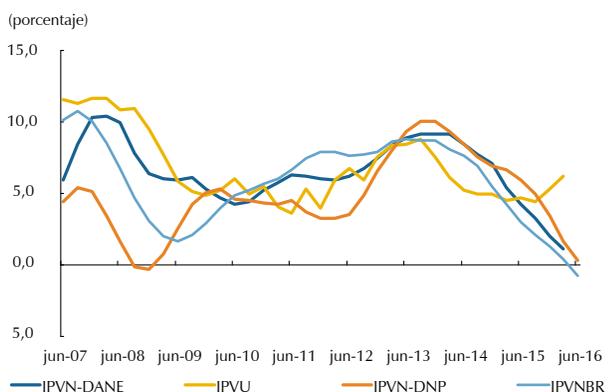
a/ Incluye crédito bancario en moneda legal y extranjera, titularizaciones de cartera hipotecaria, colocaciones de bonos y financiamiento externo directo.  
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 57  
Precios de la vivienda en Colombia  
(relativos al IPC)<sup>a/</sup> (promedio móvil de 4 trimestres)

#### A. Índices



#### B. Variación anual



a/ Información al primer trimestre de 2016 para el IPVN-DANE y el IPVU. Para el IPVN-DNP y el IPVN-BR el dato más reciente corresponde al segundo trimestre de 2016.  
Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

endeudamiento continúe y que los indicadores de mora y calidad de la cartera sigan registrando desmejoras.

### C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

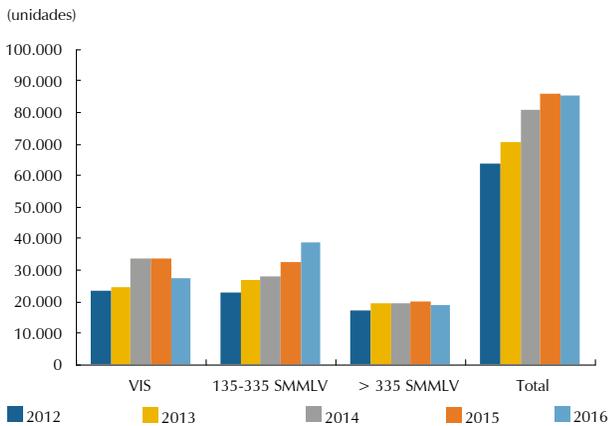
La información disponible para el primer semestre de 2016 muestra que los precios de la vivienda nueva relativos al IPC han continuado con la desaceleración que traen desde varios trimestres atrás. Para el promedio móvil de los últimos cuatro trimestres el índice de precios de la vivienda nueva del DANE relativo al IPC (IPVN-DANE) creció 1,1% anual (con corte a marzo) y el del DNP (IPVN-DNP) lo hizo en 0,3% (información a junio), mientras que el del Banco de la República (IPVN-BR) cayó 0,8% (información a junio). Por el contrario, el índice de precios de vivienda usada del Banco continúa marcando incrementos reales significativos (Gráfico 57).

Las ventas de vivienda nueva también parecen estar menos dinámicas que lo observado en años anteriores. Las que registran crecimiento son las del sector no VIS con valores entre 135 y 335 SMMLV, al parecer impulsadas por los programas del Gobierno. Las de mayor valor (más de 335 SMMLV), aunque han caído un poco, se mantienen en niveles altos (Gráfico 58). Por el lado de las unidades disponibles para la venta, la oferta ha aumentado en el segmento no VIS sujeto al subsidio, se ha estancado en la de más de 335 SMMLV y ha decrecido en la VIS (Gráfico 59).

El comportamiento de los precios, junto con el estancamiento de las ventas en niveles históricamente altos, sugiere que el ajuste del mercado de vivienda se está dando de manera gradual y ordenada. Otras variables también sugieren algunos deterioros, pero sin que impliquen un riesgo sistémico. En primer lugar, la morosidad de los préstamos hipotecarios registra incrementos importantes<sup>16</sup>, pero su ritmo se ha desacelerado y parte de niveles históricamente bajos. De igual forma, la participación de la cartera de vivienda es baja en el portafolio de préstamos del sistema financiero. Por el lado de los hogares, el aumento en la morosidad sugiere un

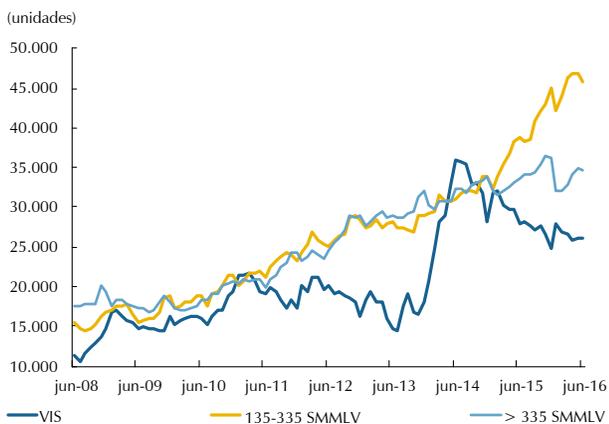
16 A mayo la cartera vencida en esa modalidad crecía 20% anual, después de estar con ritmos de aumento de 37% en promedio en 2015.

**Gráfico 58**  
Ventas de vivienda nueva según rango de precio<sup>a/</sup>:  
acumulado ene-jun



a/ Incluye información de trece regionales.  
Fuente: Camacol.

**Gráfico 59**  
Unidades de vivienda nueva disponibles para la venta  
según rango de precio<sup>a/</sup>



a/ Incluye información de trece regionales.  
Fuente: Camacol.

debilitamiento de su situación financiera. Sin embargo, en los últimos años la mayoría de los desembolsos hipotecarios ha sido en pesos (y no en UVR)<sup>17</sup> y, por tanto, la carga financiera del crédito no debería haberse afectada por el aumento de la inflación.

Con respecto a las firmas constructoras, de acuerdo con las cifras de La Galería Inmobiliaria, el inventario de vivienda terminada que aún está en poder de estas empresas también se ha incrementado, pero es inferior al 6% en las principales ciudades. El esquema actual en el que buena parte de las ventas ocurre antes de iniciar la obra<sup>18</sup>, además de mitigar el crecimiento de este tipo de inventario, contribuye a ejercer una menor presión sobre los balances de las constructoras y sobre los precios de los inmuebles. Adicionalmente a lo anterior, otros indicadores, como la rotación de vivienda, se han mantenido en niveles similares a los de años anteriores.

Para los próximos trimestres es probable que el mercado inmobiliario continúe con una moderación en el crecimiento de los precios y en las cantidades construidas. Este ajuste que viene presentando este sector, intensivo en mano de obra y financiamiento, es compatible con su sostenibilidad en el largo plazo.

#### D. ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

Según las proyecciones presentadas en los capítulos anteriores y la metodología utilizada en la construcción del IDM<sup>19</sup>, las estimaciones sugieren que en 2016

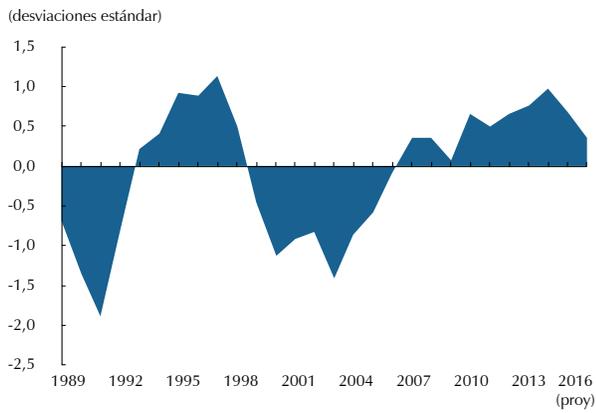
el desbalance agregado de la economía se ha seguido reduciendo, y a un ritmo mayor que el de 2015 (Gráfico 60). En el presente año la corrección vendría por cuenta de ajustes en todas las variables, en especial del déficit en la cuenta corriente y de los precios de la vivienda. En estos dos casos la información disponible sugiere que la reducción del desbalance es más significativa que lo esperado en

17 Desde 2007, más del 80% de los desembolsos para compra de vivienda son en pesos.

18 Según cifras de Camacol, en sus diferentes regionales varía entre el 54% (Boyacá) y 91% (Cesar). Los mercados más grandes (Bogotá, Cundinamarca, Antioquia y Valle) tienen niveles de preventa superiores al 75%.

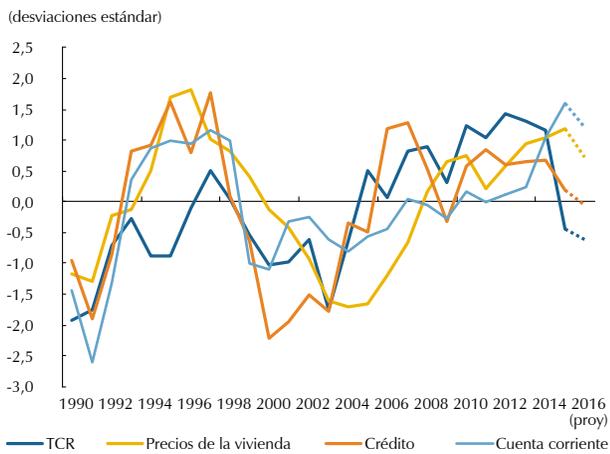
19 Un desbalance macroeconómico es una variable no observable, por tanto, su estimación está sujeta a una elevada incertidumbre, que no es medible. En este contexto, pueden existir otras metodologías distintas al IDM que generen resultados distintos.

Gráfico 60  
Índice de desbalance macroeconómico



el informe trimestral anterior. Con respecto a la tasa de cambio real, la estimación de largo plazo indica un nivel más apreciado, debido a la reciente recuperación parcial en los términos de intercambio, la cual no se contempló en el informe anterior (Gráfico 61).

Gráfico 61  
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito<sup>a/</sup>



(proy): proyección.  
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.

# 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 2016 y 2017. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 13 de julio de 2016.

### 1. Proyecciones para 2016

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 2,48%; es decir, 1 pb menos que el estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 2,25%.

Cuadro A1  
Proyecciones para 2016

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo trece ciudades (porcentaje)
<b>Analistas locales</b>						
Alianza Valores	2,00	6,70	3.600	7,50	4,10	10,80
ANIF	2,50	6,50	n. d.	7,80	2,90	10,20
Banco de Bogotá <sup>a/</sup>	2,80	6,20	2.900	7,76	3,90	9,50
Bancolombia <sup>a/</sup>	2,40	6,50	3.063	7,80	4,00	10,30
BBVA Colombia	2,40	6,90	3.100	8,09	3,90	10,30
BTG Pactual	2,30	6,65	3.160	n. d.	3,90	n. d.
Corficolombiana	2,70	5,90	2.750	7,00	3,60	9,30
Corpbanca <sup>b/</sup>	2,40	6,85	3.025	7,57	3,90	9,30
Corredores Davivienda <sup>a/c/</sup>	2,60	6,91	3.000	7,25	4,00	9,55
Credicorp Capital <sup>d/</sup>	2,30	5,80	2.850	7,10	2,50	10,10
Davivienda <sup>a/</sup>	2,60	6,91	3.000	7,25	4,00	9,55
Fedesarrollo <sup>a/</sup>	2,50	6,70	n. d.	n. d.	2,30	n. d.
Ultraserfinco <sup>e/</sup>	2,70	6,29	3.000	7,75	3,90	10,50
<b>Promedio</b>	<b>2,48</b>	<b>6,52</b>	<b>3040,73</b>	<b>7,53</b>	<b>3,61</b>	<b>9,95</b>
<b>Analistas externos</b>						
Citibank-Colombia	2,40	5,20	2.953	7,60	3,90	9,60
Deutsche Bank	2,40	6,20	3.253	n. d.	4,00	9,70
Goldman Sachs	2,00	5,90	3.100	n. d.	3,80	n. d.
JP Morgan	2,20	6,40	3.100	n. d.	3,60	n. d.
<b>Promedio</b>	<b>2,25</b>	<b>5,93</b>	<b>3.102</b>	<b>7,60</b>	<b>3,83</b>	<b>9,65</b>

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.  
b/ Antigua Banco Santander.  
c/ Antigua Corredores Asociados.  
d/ Antigua Correval.  
e/ Antigua Ultrabursátiles.  
n. d.: no disponible.  
Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2  
Proyecciones para 2017

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
<b>Analistas locales</b>			
Alianza Valores	2,80	5,50	3.900
ANIF	3,40	3,80	n. d.
Banco de Bogotá	3,20	4,00	2.900
Bancolombia	2,70	3,70	3.168
BBVA Colombia	3,00	4,60	2.800
BGT Pactual	3,10	3,94	3.255
Corficolombiana	3,20	3,70	2.500
Corpbanca <sup>a/</sup>	3,40	4,10	2.930
Corredores Davivienda <sup>b/</sup>	3,20	5,48	n. d.
Credicorp Capital <sup>c/</sup>	3,00	3,50	2.600
Davivienda	3,20	5,48	n. d.
Fedesarrollo	3,00	4,30	n. d.
Ultraserfinco <sup>d/</sup>	2,70	4,60	2.900
<b>Promedio</b>	<b>3,07</b>	<b>4,36</b>	<b>2.994,8</b>
<b>Analistas externos</b>			
Citibank-Colombia	3,00	3,70	2.900
Deutsche Bank	3,10	4,00	3.155
Goldman Sachs	2,70	3,80	3.400
JP Morgan	3,20	n.d	3.200
<b>Promedio</b>	<b>3,00</b>	<b>3,83</b>	<b>3.164</b>

a/ Antiguo Banco Santander.

b/ Antiguo Corredores Asociados.

c/ Antiguo Correal.

n. d.: no disponible

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a los precios, los analistas locales estiman una inflación del 6,52% y los extranjeros prevén una cifra al finalizar el año del 5,93%; ambas proyecciones se encuentran por fuera del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JD BR) para 2016 (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 COP 3.040,73 frente a los COP 3.098,64 estimados en la encuesta contemplada en el *Informe* anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP 3.101,50 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 7,53%; 47 pb superiores que lo estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 9,95%.

## 2. Proyecciones para 2017

Para 2017 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,07% y los extranjeros uno de 3,00%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 4,36% y 3,83%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 2.994,76 y las externas de COP 3.163,75