



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2015 

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2015*

Este documento corresponde al Informe Trimestral sobre Inflación de diciembre de 2015 y contiene información hasta enero de 2016. Fue presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva para su reunión del **29 de enero de 2016**.

*This document corresponds to the Quarterly Inflation Report of December of 2015 and was written with the information available until January 2016. It was submitted by the technical staff to the Board of Directors for their meeting on **January 29th, 2016**.*

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

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

CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Contexto internacional	15
B. Balanza de pagos	25
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	33
A. Comportamiento del pib durante el tercer trimestre de 2015	33
B. El PIB del cuarto trimestre de 2015 y todo 2015	37
Recuadro 1: Comportamiento reciente de la producción y del comercio internacional del sector industrial	44
III. Desarrollos recientes de la inflación	48
A. La inflación básica	50
B. Inflación de alimentos	53
IV. Pronósticos de mediano plazo	54
A. Crecimiento económico para 2016	54
B. Inflación	59
Recuadro 2: Transmisión reciente de las tasas de interés	67
Recuadro 3: Estimaciones de la tasa natural de interés en Colombia	73
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica	76
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	78
B. Deuda	79
C. Precios de la vivienda	82
D. Índice de desbalance macroeconómico	83
Anexo Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	84

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Crecimiento promedio de los socios comerciales	15
Gráfico 2	PIB real de los Estados Unidos	16
Gráfico 3	Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos	16
Gráfico 4	Encuestas industriales para 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	Indicador de actividad manufacturera para China	18
Gráfico 8	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunos países de América Latina	18
Gráfico 9	Inflación anual para algunas economías de América Latina	19
Gráfico 10	Índice de términos de intercambio (metodología comercio)	19
Gráfico 11	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	19
Gráfico 12	Precios internacionales de los alimentos	20
Gráfico 13	Índices de volatilidad financiera	21
Gráfico 14	Índices accionarios globales	21
Gráfico 15	Índice de tasa de cambio del dólar	21
Gráfico 16	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	22
Gráfico 17	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	22
Gráfico 18	Exportaciones totales	27
Gráfico 19	Importaciones FOB totales	27
Gráfico 20	Producto interno bruto	33
Gráfico 21	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	37
Gráfico 22	Encuesta mensual del comercio al por menor: ventas totales sin combustibles, desestacionalizado	38
Gráfico 23	Encuesta mensual del comercio al por menor: ventas de vehículos automotores y motocicletas, desestacionalizado	38
Gráfico 24	Registro de matrículas de vehículos nuevos	39
Gráfico 25	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	39
Gráfico 26	Índice de confianza del consumidor (promedio trimestral) y consumo de los hogares	39
Gráfico 27	Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil octubre-noviembre-diciembre)	40
Gráfico 28	Tasa de desempleo (trimestre móvil desestacionalizado)	40
Gráfico 29	Número de ocupados y variación anual	40
Gráfico 30	Empleo por tipo de ocupación	41
Gráfico 31	Importaciones de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	41
Gráfico 32	Producción de café	42
Gráfico 33	Producción industrial real total	42
Gráfico 34	Producción de petróleo	43
Gráfico 35	Inflación total al consumidor	48
Gráfico 36	IPP por procedencia	49
Gráfico 37	Salarios nominales	50
Gráfico 38	Indicadores de inflación básica	50
Gráfico 39	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	51

Gráfico 40	Inflación anual de no transables	51
Gráfico 41	IPC de regulados y sus componentes	52
Gráfico 42	IPC de alimentos	53
Gráfico 43	IPC de alimentos por grupos	53
Gráfico 44	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	58
Gráfico 45	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	58
Gráfico 46	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	59
Gráfico 47	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	61
Gráfico 48	Inflación observada y expectativas de inflación	62
Gráfico 49	Expectativas de inflación derivadas de los TES	62
Gráfico 50	<i>Fan chart</i> de la inflación total	63
Gráfico 51	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	63
Gráfico 52	Indicadores de riesgo	77
Gráfico 53	Tasas de interés internacionales	77
Gráfico 54	Cuenta corriente y sus componentes	78
Gráfico 55	Índices de tasa de cambio real	79
Gráfico 56	Estructura de la posición de inversión internacional colombiana	79
Gráfico 57	Endeudamiento de las empresas y de los hogares	80
Gráfico 58	Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)	82
Gráfico 59	Ventas de vivienda nueva por rango de precio	83
Gráfico 60	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	83
Gráfico 61	Índice de desbalance macroeconómico	83

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	23
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	24
Cuadro 3	Balanza de pagos	30
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 inflación al consumidor	49
Cuadro 7	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	58
Cuadro 8	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> de la inflación total	66

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

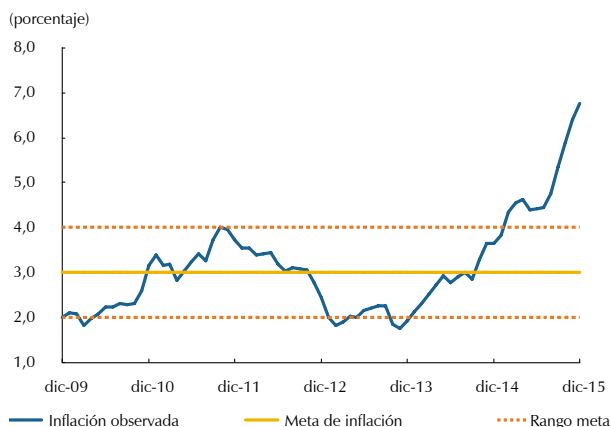
El crecimiento mundial sigue débil y es probable que la demanda externa de productos colombianos crezca más en 2016 que en 2015. Entre septiembre de 2015 y enero de 2016 el precio del petróleo cayó 33%. Esta caída implica deterioros adicionales de los términos de intercambio y del ingreso nacional del país. Con el anterior entorno, y con el inicio del endurecimiento monetario en los Estados Unidos, la prima de riesgo de Colombia aumentó y el peso se devaluó 6,9% frente al dólar.

La débil demanda externa, la caída en los precios del petróleo y el mayor nivel de la tasa de cambio se han reflejado en el comportamiento del comercio exterior y en la cuenta financiera del país. Durante 2015 las exportaciones en dólares descendieron 34,9% anual, hecho explicado, principalmente, por la caída de las ventas externas de bienes de origen mineroenergético (-46,5% anual). Entre enero y noviembre del mismo año el valor de las importaciones descendió 15% anual. La ampliación del déficit comercial de bienes explica en gran medida un déficit de la cuenta corriente en 2015 cercano a USD 19 mil millones. Se espera que en 2016 el déficit corriente se reduzca a cerca de USD 16 mil millones, como resultado de una caída proyectada de las importaciones de bienes y servicios, por la menor remisión estimada de utilidades de las empresas extranjeras y por la recuperación esperada de las exportaciones de origen industrial.

Las últimas cifras disponibles sugieren que en el cuarto trimestre de 2015 el crecimiento del producto habría sido similar al registrado en el tercero. La demanda interna se habría desacelerado, en especial por un estancamiento proyectado en la inversión y un menor consumo de bienes durables. Las exportaciones netas habrían tenido un aporte positivo al crecimiento. Para todo 2015 se proyecta un crecimiento de 3% como cifra más probable, contenida en un rango entre 2,8% y 3,2%.

Según el equipo técnico del Banco, el crecimiento del producto en 2016 estaría en un rango entre 1,5% y 3,2%, con 2,7% como resultado más factible. Esta cifra refleja una demanda interna que se seguiría ajustando al menor ingreso nacional, producto de unos precios promedio del petróleo, que para este año se proyectan en 34% por debajo del promedio de 2015. La mayor devaluación del peso induciría la sustitución de bienes importados por producción local y estimularía las exportaciones.

Gráfico A
Inflación total al consumidor



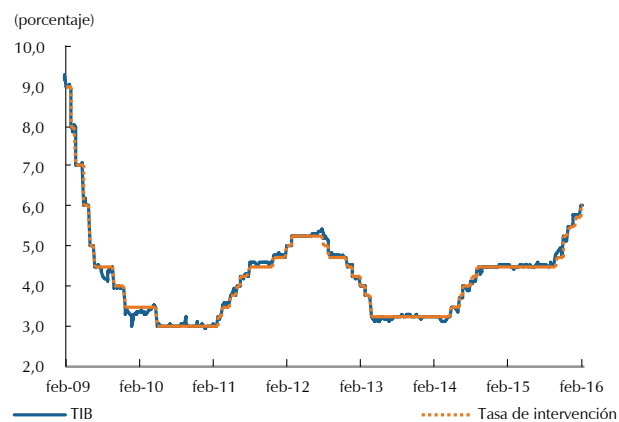
Fuentes: DANE y Banco de la República.

La inflación anual al consumidor en diciembre de 2015 fue de 6,77% y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica se ubicó en 5,43%. El aumento de la inflación en 2015 se explica, principalmente, por la transmisión parcial de la depreciación nominal a los precios al consumidor y a los costos de las materias primas, y por el fuerte incremento en los precios de los alimentos debido al fenómeno de El Niño. Las expectativas de inflación de los analistas, a uno y dos años, se sitúan en 4,5% y 3,7%, respectivamente, y las derivadas de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años superan el 4,5% (Gráfico A).

Aunque históricamente la transmisión de la depreciación del peso a los precios al consumidor ha sido baja, el actual nivel de la tasa de cambio es inusualmente alto y persistente, y puede seguir impactando con rezago las cotizaciones de bienes y servicios importados. De igual forma, se proyecta que el deterioro en la oferta de alimentos continúe hasta el segundo trimestre de 2016, fecha a partir de la cual debería normalizarse el clima. En este contexto, si bien ambos choques son de carácter transitorio, pueden seguir teniendo un impacto negativo y directo sobre los precios, afectar las expectativas de inflación y activar mecanismos de indexación no deseados.

En este entorno, las proyecciones del equipo técnico, que tienen en cuenta una política monetaria activa, sugieren que la inflación anual seguirá aumentando hasta mediados de 2016 y que luego comenzará a converger a la meta del 3,0% hasta alcanzarla durante 2017.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB) (2009-2016)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 15 de febrero de 2016.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

La nueva información indica que los incrementos mayores que los esperados en los precios de los alimentos y los aumentos adicionales de la tasa de cambio, relacionados en buena parte con la mayor caída del precio del petróleo en meses pasados, siguen presionando al alza a la inflación. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación continúan altas, y se mantiene un riesgo moderado de una desaceleración de la demanda interna en exceso de la compatible con la caída del ingreso nacional.

En el entorno económico descrito, y con el fin de asegurar la convergencia de la inflación hacia el rango meta en un horizonte de dos años, en octubre la Junta Directiva decidió incrementar la tasa de interés de intervención en 50 pb, y en cada una de las reuniones de noviembre y diciembre de 2015 y enero de 2016, aumentarla en 25 pb. De esta forma, en la actualidad la tasa de interés de intervención se ubica en 6% (Gráfico B).

El 23 de diciembre de 2015, al considerar las condiciones de liquidez del mercado cambiario, la Junta decidió modificar el porcentaje para la activación de la subasta de opciones de desacumulación de reservas internacionales y del ejercicio de estas de 7% a 5%. El resto de condiciones del mecanismo se mantuvo inalterado.

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

Daniel Parra

Juan Sebastián Rojas

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

Jefe

Luis Hernán Calderón

Celina Gaitán

Aarón Levi Garavito

Jhon Edwar Torres

Asistente del Departamento de Programación e Inflación

Gloria Sarmiento

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Franz Hamann (director), Jesús Antonio Bejarano (jefe de sección), Carlos Leonardo Barreto Vargas, Camila Londoño y Joao Hernández, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López, investigador principal de la Unidad de Investigaciones; Paola Andrea Jaramillo, Daniel Leonardo Rojas y Juan David Torres estudiantes en práctica.

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

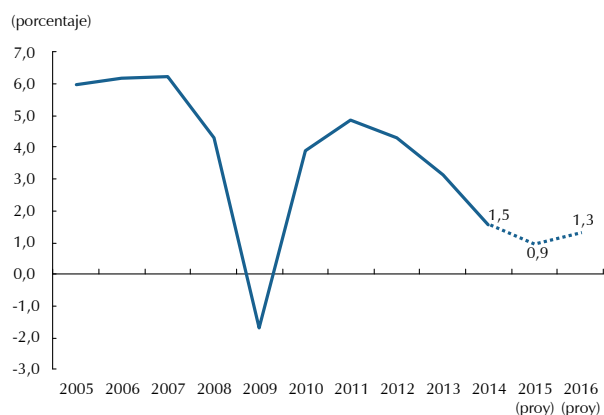
En este Informe se redujeron los pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Colombia para 2016. Pese a esto, aún se espera alguna recuperación frente a los registros de 2015.

Durante los últimos meses los términos de intercambio del país recibieron un nuevo choque por cuenta de la caída adicional del precio internacional del petróleo, el cual se ubicó en enero en el nivel más bajo desde 2003.

En enero se presentó un incremento en la volatilidad de los mercados financieros, la cual resultó en un alza en las primas de riesgos del país y en una nueva depreciación del peso colombiano frente el dólar.

En 2015 el déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB se habría incrementado de 5,2% en 2014 a 6,5%, aunque en dólares se habría reducido cerca de USD437 m. Para 2016 se espera una corrección del déficit.

Gráfico 1
Crecimiento promedio de los socios comerciales
(ponderado por comercio no tradicional)



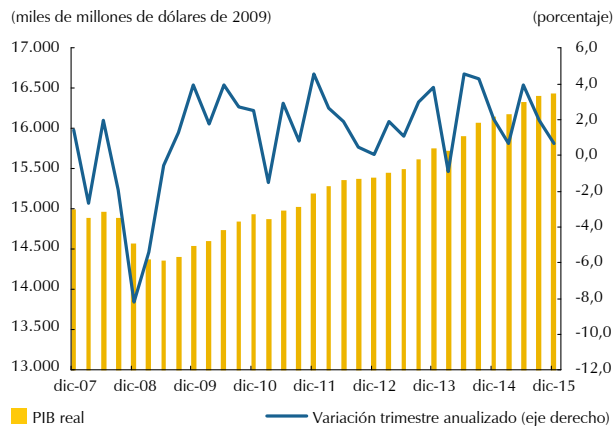
(proy): proyección.
Fuente: Fondo Monetario Internacional; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

1. Actividad real, inflación y política monetaria

Las cifras para el cuarto trimestre de 2015 ratifican la debilidad del crecimiento económico de los principales socios comerciales de Colombia (Gráfico 1), tal y como se había previsto en el *Informe* de septiembre. Esto sigue representando un obstáculo para las exportaciones del país. El bajo dinamismo ha sido más marcado en las economías emergentes, en especial en las de América Latina, las cuales presentan expansiones a tasas históricamente bajas o contracciones de sus productos. Entretanto, las economías de los Estados Unidos y de la zona del euro crecen a tasas modestas.

Gráfico 2
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

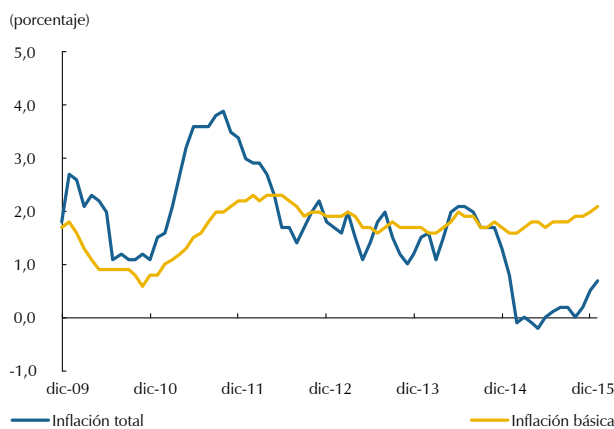
En el caso de los Estados Unidos el primer estimativo del producto interno bruto (PIB) para el cuarto trimestre muestra una moderación del crecimiento, al registrar una tasa de expansión de un 0,7% trimestre anualizado (t. a.), mientras que tres meses atrás lo había hecho a un 2,0% t. a. (Gráfico 2). Con lo anterior, el crecimiento para todo 2015 fue del 2,4%.

La desaceleración de la economía estadounidense a final de año se explica, principalmente, por el deterioro de la inversión no residencial y de las exportaciones netas, las cuales se estarían viendo afectadas por la fortaleza del dólar y por la debilidad de la demanda externa. Adicionalmente, los otros componentes de la demanda también moderaron su dinamismo, dado que

el consumo privado y el gasto del Gobierno redujeron sus tasas de crecimiento entre el tercer y cuarto trimestre al pasar de un 3,0% t. a. al 2,2% t. a. y del 1,8% t. a. al 0,7%, respectivamente; mientras se presentaba, de nuevo, una importante desacumulación de inventarios. La única excepción fue la inversión residencial, la cual se expandió a un ritmo similar al del trimestre anterior (8,2% t. a.).

Pese a la moderación de la actividad real estadounidense en el último trimestre del año, el mercado laboral continuó recuperándose a tasas favorables. La creación de empleo se ha mantenido dinámica, por lo que las nóminas no agrícolas se incrementaron a una tasa promedio mensual alrededor de 284.000 nuevos trabajos durante el cuarto trimestre, lo cual representa una importante mejoría frente al promedio de 174.000 nuevos trabajos, registrada tres meses atrás. En consecuencia, la tasa de desempleo se redujo a 5,0% y se ubica en un nivel cercano al que los analistas y los miembros de la Reserva Federal (Fed) consideran de largo plazo para esta economía.

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



Fuente: Bloomberg.

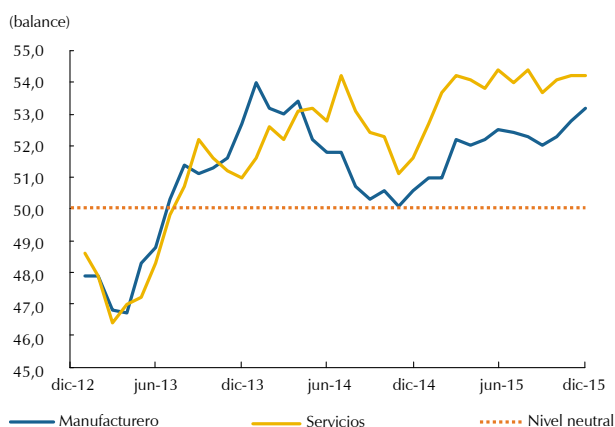
En cuanto a la variación anual de los precios al consumidor, el indicador de inflación total mostró algún repunte en el cuarto trimestre frente a lo observado tres meses atrás, como consecuencia, principalmente, de una menor base de comparación en el costo de los combustibles. Pese a esto, la inflación se mantiene en niveles bajos (0,7% en diciembre), como consecuencia de la fuerte reducción en el precio de los bienes básicos, en especial del petróleo. Por su parte, el indicador de inflación básica anual (que excluye alimentos y energía) mostró una leve tendencia creciente y se ubicó ligeramente por encima de la meta de 2,0% de la Fed (Gráfico 3).

En este contexto, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Fed (FOMC, por su sigla en inglés) decidió incrementar su tasa de política en 25 puntos

básicos (pb) por primera vez desde la más reciente crisis financiera. Adicionalmente, los miembros del FOMC anunciaron que continuarían con alzas graduales durante los próximos dos años. No obstante, en su reunión de enero la Fed indicó que la fortaleza del dólar, el difícil panorama internacional y la baja inflación representan importantes riesgos para la normalización de la política monetaria en este país.

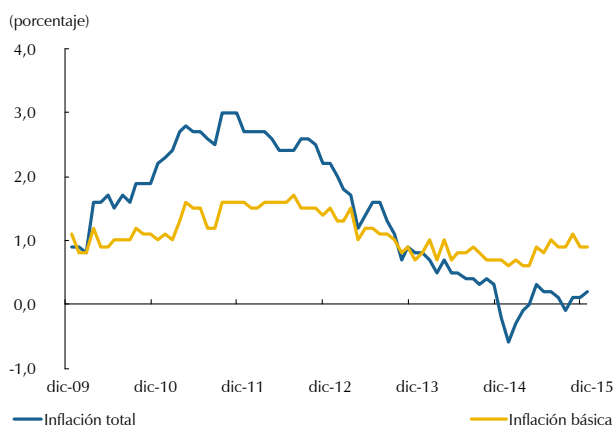
En la zona del euro las cifras disponibles para el último trimestre de 2015 sobre actividad real y confianza muestran que la economía habría continuado expandiéndose lentamente. Según los registros a noviembre de las ventas al detal, de producción industrial y de exportaciones por fuera de la zona del euro, el crecimiento a finales de año habría sido similar al observado en trimestres anteriores. Los indicadores de confianza y las encuestas industriales a diciembre confirman esta tendencia (Gráfico 4).

Gráfico 4
Encuestas industriales para la zona del euro
(PMI: *purchasing managers index*)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5
Indicadores de inflación anual total y básica en Europa

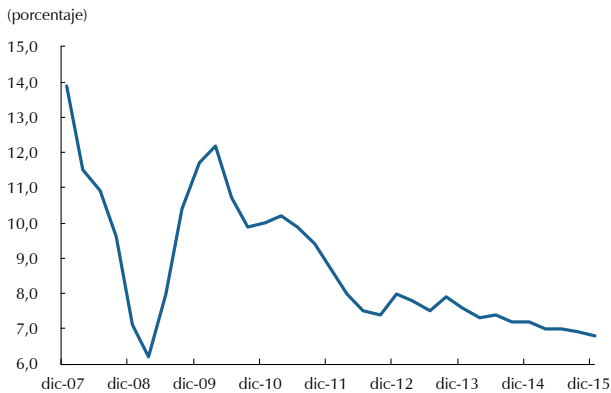


Fuente: Bloomberg.

En este entorno, la inflación, tanto la total (0,2%) como la básica (0,9%) (Gráfico 5), se ha mantenido en niveles bajos y aún muy alejados de la meta del Banco Central Europeo (BCE) (ligeramente por debajo del 2%). Debido a ello y a las escasas presiones sobre los precios provenientes por parte de la demanda, en su reunión de diciembre esta entidad decidió reducir la tasa sobre los depósitos e incrementar el monto de su programa de relajamiento cuantitativo, extendiendo, además, su vencimiento. Adicionalmente, en su reunión de enero dio indicios de que podría seguir aumentando el estímulo monetario con el fin de continuar apoyando la recuperación de la economía de la región.

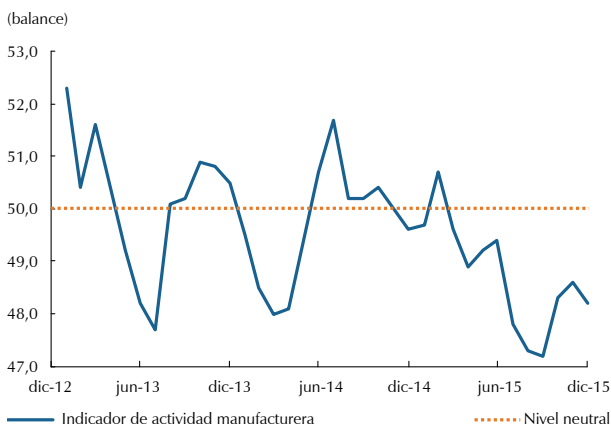
Entretanto, en gran parte de los países emergentes se sigue presentando un dinamismo relativamente bajo con respecto a lo que se había observado en años anteriores. En el caso de China, el crecimiento anual del PIB fue del 6,8% en el cuarto trimestre, con lo que la expansión para todo 2015 fue del 6,9%, ubicándose por debajo de la meta del Gobierno (7,0%) y del crecimiento del año anterior (7,3%) (Gráfico 6). Esta desaceleración ocurrió como consecuencia, en gran parte, de una moderación significativa en el ritmo de crecimiento de la inversión en activos fijos, de las exportaciones y de la producción industrial (Gráfico 7), a pesar de que el consumo mostrara una aceleración frente a las tasas observadas en la primera parte del año. De esta forma, se estaría dando la transición hacia un modelo de desarrollo más sostenible en el mediano plazo, que dependa menos de la demanda externa y de

Gráfico 6
Crecimiento anual del PIB real para China



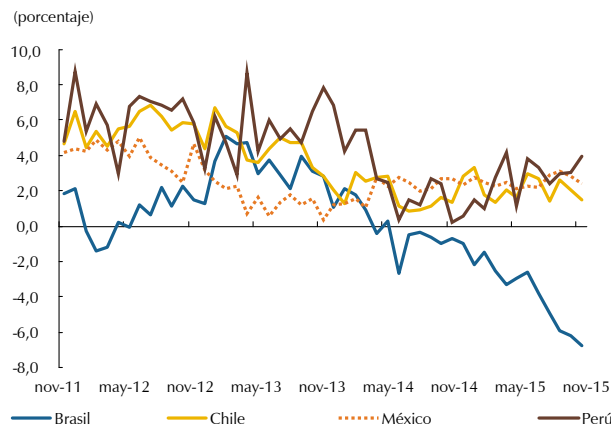
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7
Indicador de actividad manufacturera para China
(PMI: *purchasing managers index*)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8
Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunos países de América Latina



Fuente: Datastream.

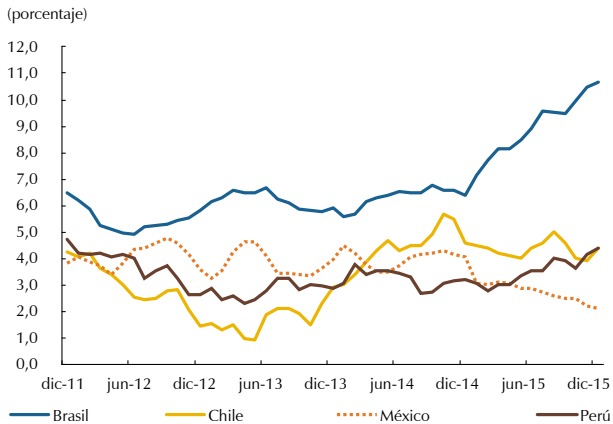
la inversión, y más del consumo privado. Vale la pena mencionar que esta transición implica una moderación en el crecimiento de la demanda por bienes básicos por parte de este país.

En cuanto a América Latina, los indicadores más recientes de actividad real muestran que los países de la región siguieron exhibiendo un muy bajo dinamismo durante el cuarto trimestre (Gráfico 8). En términos generales, las ventas al exterior se mantuvieron débiles, como consecuencia de los bajos precios de los principales bienes de exportación y del debilitamiento de la demanda de sus socios comerciales. Adicionalmente, sus demandas internas continúan ajustándose a la reducción en el ingreso nacional resultante del choque a sus términos de intercambio. Igualmente, la confianza de los hogares y de los empresarios se ha mantenido en niveles bajos, lo cual ha afectado las decisiones de inversión y de consumo.

Cabe anotar que en algunos países se observan contracciones en términos anuales de su actividad, las cuales pueden atribuirse a algunos factores idiosincrásicos. En el caso de Brasil, la pérdida del grado de inversión, la incertidumbre sobre la situación política y la consolidación fiscal que se debe adelantar en este país han afectado la confianza de los agentes y, en consecuencia, sus decisiones de inversión y consumo. Por su parte, en Ecuador la fuerte apreciación del dólar ha afectado la competitividad de sus exportaciones, mientras los bajos precios del petróleo han repercutido adversamente en sus cuentas fiscales y en el gasto público. Finalmente, en Venezuela los bajos precios del petróleo han acentuado algunos problemas estructurales, profundizando así la recesión en este país.

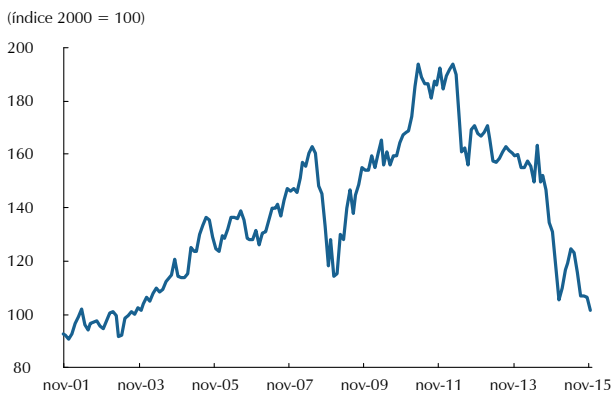
En cuanto al nivel de precios, los registros del cuarto trimestre de inflación anual para América Latina muestran un predominio de las tendencias al alza (Gráfico 9). En Chile y en Perú se observaron nuevos incrementos y continuó así por encima del rango meta de sus autoridades monetarias, lo cual propició incrementos en sus tasas de referencia. Por su parte, la inflación en Brasil sigue alta y con una marcada tendencia creciente. La excepción es México, donde se observó una moderación de la variación anual, manteniéndose por debajo del 3% y dentro del rango meta de su banco

Gráfico 9
Inflación anual para algunas economías de América Latina



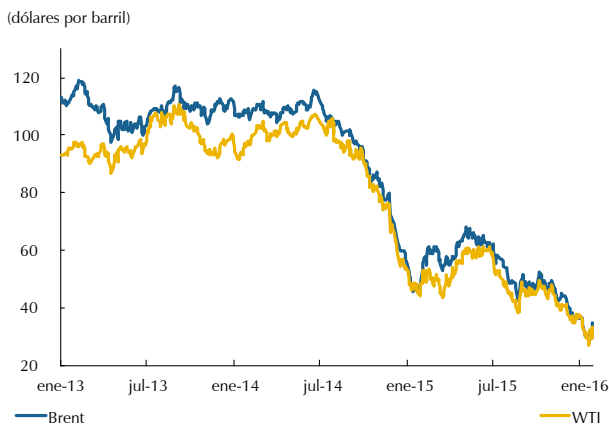
Fuente: Datastream.

Gráfico 10
Índice de términos de intercambio (metodología comercio)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 11
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

central. Pese a esto, esta entidad incrementó su tasa de política.

2. Precios de productos básicos

Adicional al choque proveniente de una menor demanda por parte de los principales socios comerciales del país en estos últimos meses, el ingreso externo de la economía colombiana continuó afectado por la fuerte destorcida de sus términos de intercambio (Gráfico 10). Este golpe se profundizó durante el cuarto trimestre de 2015 y el inicio de 2016¹, como consecuencia de una nueva caída de los precios de los bienes básicos exportados por Colombia, principalmente del petróleo.

El precio promedio del petróleo (referencia Brent) se redujo 13,4% entre el tercer y el cuarto trimestre, al pasar de USD 50,9 por barril a USD 44,4 por barril (Gráfico 11). Adicionalmente, los registros de enero de 2016 muestran una caída mayor, con un promedio de USD 32,0 por barril en este mes, en el cual se alcanzó el nivel más bajo desde 2003 (USD 27,8 por barril). Estos nuevos niveles son significativamente más bajos que los esperados en el *Informe* de septiembre para el último trimestre de 2015 y para 2016, en promedio.

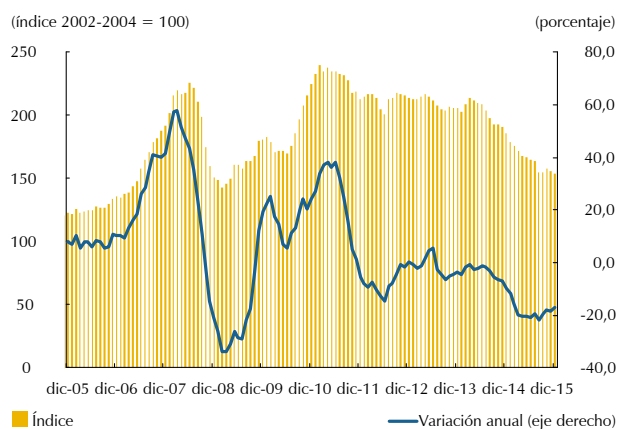
La nueva reducción en los precios del petróleo estaría explicada, en gran parte, por la perspectiva de que en los próximos meses se exacerbaría el exceso de oferta. Lo anterior es el resultado del levantamiento de las restricciones a la exportación de crudo por parte de Irán, de los anuncios por parte de los principales países de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de que no restringirían su producción y de los indicios de que la demanda global habría moderado aún más su ritmo de expansión. Adicionalmente, la producción en los Estados Unidos se ha reducido a un ritmo menor que el esperado y continúa existiendo una elevada cantidad de inventarios de crudo en el mundo. La apreciación del dólar también habría incidido en el colapso del precio.

¹ Al momento de escribir este *Informe* se disponía de datos hasta el 31 de enero de 2016.

En el caso del carbón se han observado importantes caídas en su cotización en los últimos meses, resultantes de una menor demanda por este bien. Algunas de las causas de este comportamiento son: la desaceleración de la actividad económica mundial, especialmente de las economías emergentes; los menores precios del petróleo, lo cual facilita la sustitución de este mineral; la fortaleza del dólar, y el esfuerzo de varios países por recomponer su aparato productivo hacia fuentes de energía más limpias.

Los precios internacionales del café, por su parte, se mantuvieron en niveles bajos frente a lo observado a finales de 2014 y comienzos de 2015. La oferta mundial de café ha sido amplia, en la medida en que algunos productores se han recuperado de los choques de oferta que los habían golpeado el año anterior.

Gráfico 12
Precios internacionales de los alimentos



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

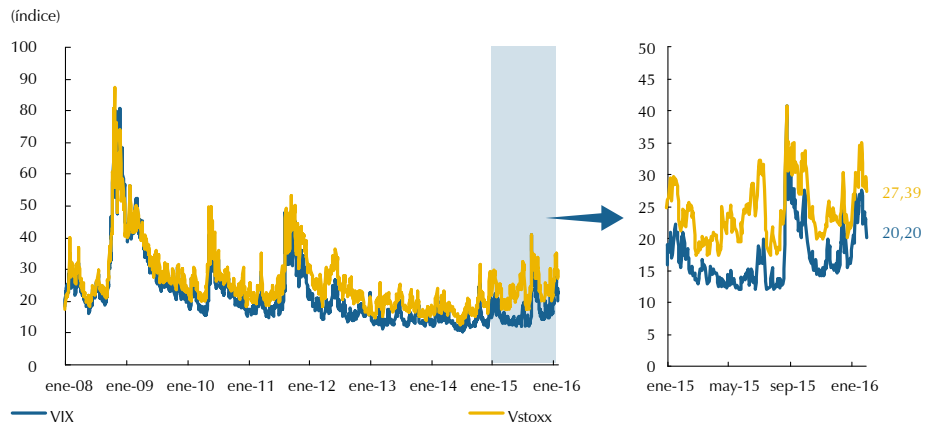
Con respecto a las cotizaciones internacionales de las materias primas agrícolas, en el cuarto trimestre continuaron las caídas observadas tres meses atrás. Esto se refleja en una mayor contracción anual del índice de precios de los alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés) (Gráfico 12). Lo anterior obedece a que la oferta mundial continúa siendo amplia, a lo que se suma la fortaleza del dólar y el bajo precio del petróleo. Esto último obedece a que se reducen los costos de transporte y de algunos insumos necesarios para la producción de estos bienes, al igual que se favorece la sustitución de combustibles de origen vegetal. Dado que Colombia es importador de varios de estos bienes, esta reducción habría moderado en alguna medida la fuerte distorsión de los términos de intercambio.

3. Mercados financieros

En cuanto a los mercados financieros internacionales, durante el cuarto trimestre los índices de volatilidad presentaron algunas reducciones con respecto al pico que se había observado en septiembre. No obstante, en enero de 2016 se registró un fuerte incremento de la aversión al riesgo global, el cual resultó en un significativo aumento de la volatilidad (Gráfico 13).

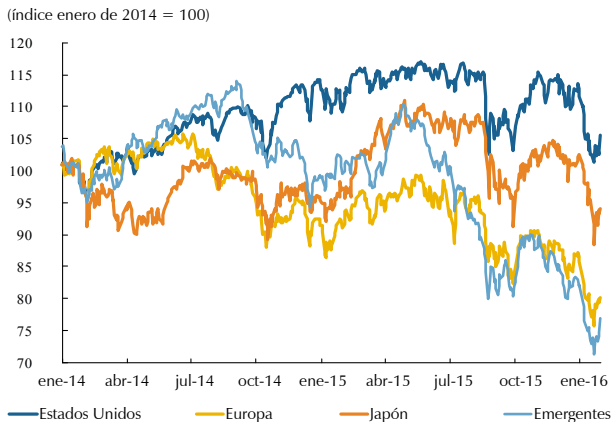
Este nuevo episodio se habría explicado, en gran parte, por temores crecientes sobre la salud de la economía china, como consecuencia de las salidas de capital desde este país y del deterioro de sus indicadores económicos, especialmente los del sector manufacturero. Además, la decisión por parte del banco central de este país de fijar el precio del yuan respecto a una canasta de monedas resultó en una depreciación de esta divisa frente al dólar, la cual fue interpretada por diversos analistas como una nueva señal de debilidad de esta economía.

Gráfico 13
Índices de volatilidad financiera



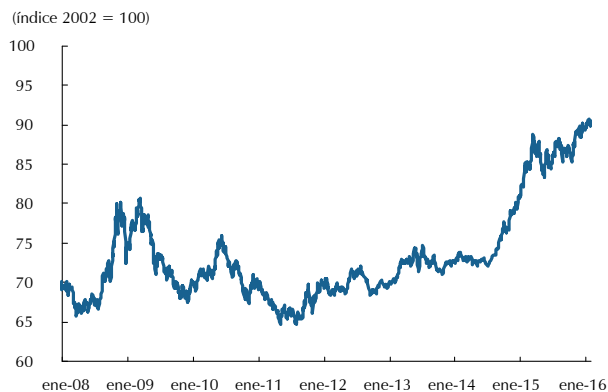
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14
Índices accionarios globales



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15
Índice de tasa de cambio del dólar
(ponderado por comercio)



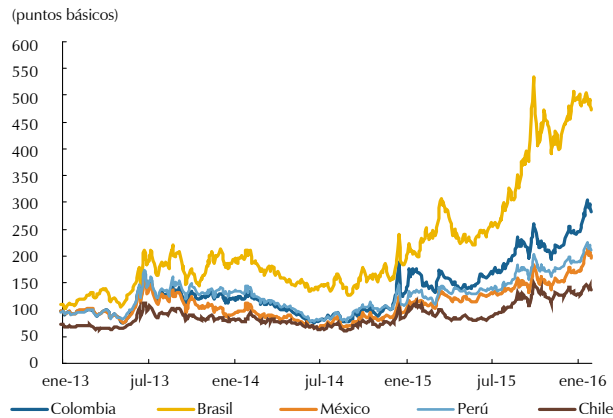
Fuente: Bloomberg.

En este contexto, se observaron fuertes caídas de la mayoría de los índices bursátiles mundiales (Gráfico 14). Esta reducción, si bien fue generalizada en la mayoría de sectores, golpeó con más fuerza a las empresas energéticas y aquellas que son percibidas como más riesgosas (*high yield corporations*).

Entretanto, en los últimos meses continuó la tendencia de apreciación del dólar estadounidense frente a la mayoría de monedas del mundo (Gráfico 15), como consecuencia del incremento en la aversión al riesgo global y del incremento de la tasa de referencia en este país. Por su parte, las tasas de los bonos de largo plazo mostraron algunas reducciones, pese a las decisiones de política por parte de la Fed, lo cual también estaría asociado con el aumento en la incertidumbre en los mercados financieros globales y con que los agentes están esperando que la normalización de la política sería más lenta que lo anunciado por los miembros del FOMC.

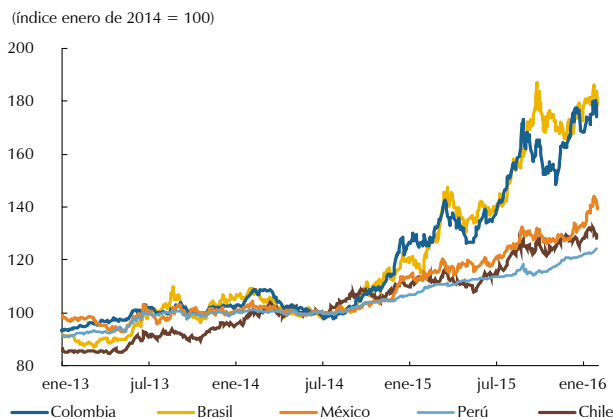
En el caso de América Latina, la mayor volatilidad financiera global se tradujo en incrementos en las primas de riesgo (Gráfico 16), las cuales se ubicaron en los niveles más altos desde 2009 para varios países, y en una nueva depreciación de sus monedas frente al dólar (Gráfico 17). En el caso colombiano, los credit default swaps (CDS) a cinco años pasaron de un valor promedio de 225,4 pb en el cuarto trimestre a 277,6 pb en enero de 2016. Entretanto, el peso colombiano registró una depreciación promedio de 7,3% en

Gráfico 16
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

el mismo período, al pasar de COP3.064 por dólar a COP3.288 por dólar.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Los pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Colombia para 2016 fueron revisados a la baja en este *Informe* con respecto a lo presentado en el anterior. Esto obedece, principalmente, al menor dinamismo que se estima para las economías emergentes, en especial las de América Latina, consecuencia del efecto adverso sobre el ingreso nacional de la nueva caída en los precios de los bienes básicos. Así, se proyecta que la expansión económica de los principales socios comerciales del país (ponderada por comercio no tradicional) sea de 1,3% para 2016, lo cual representa una reducción de 0,4 puntos porcentuales (pp) frente a lo proyectado el trimestre anterior (Cuadro 1). No obstante, aún se espera alguna recuperación frente al registro de 2015.

En este *Informe* también se revisó levemente a la baja el pronóstico de crecimiento para los Estados Unidos en 2016, como consecuencia de que la incertidumbre global, la debilidad de su demanda externa y la apreciación del dólar tendrían un efecto mayor que el previsto sobre sus exportaciones netas y sobre su inversión no residencial. Pese a esto, se espera que sus hogares se consoliden como el principal motor de crecimiento,

gracias a que los factores fundamentales de las familias se mantienen favorables. Esto también debería darle un impulso adicional a la inversión residencial.

La inflación en los Estados Unidos durante 2016 se mantendría por debajo de la meta de largo plazo de la Fed (2,0%), como consecuencia de la fortaleza del dólar y de la nueva caída de los precios de los bienes básicos, en especial de los combustibles. En este contexto, la Fed continuaría incrementando su tasa de referencia de forma muy gradual durante el año. Se espera que esta medida se transmita ordenadamente a las tasas de mercado.

En la zona del euro la recuperación de la economía continuaría lentamente, tal y como se esperaba en el *Informe* anterior. En un escenario de inflación baja y de escasas presiones de demanda, el BCE continuaría con una política altamente expansiva, lo cual favorecería la recuperación de la confianza y el restablecimiento del canal del crédito, impulsando así el consumo privado y la inversión. Al igual que en los Estados Unidos, en Europa el impulso deberá provenir de la demanda

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2014	Proyecciones para 2015			Proyecciones para 2016		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos	2,4	2,3	2,5	2,7	1,8	2,5	2,8
Zona del euro	0,8	1,3	1,5	1,7	0,8	1,6	2,0
Venezuela ^{a/}	(4,0)	(10,0)	(9,0)	(8,0)	(10,0)	(5,0)	(2,0)
Ecuador	3,8	(0,3)	0,1	0,4	(2,0)	(0,5)	0,5
China	7,3	6,8	6,9	7,0	6,0	6,4	6,8
Otros socios							
Brasil	0,1	(4,0)	(3,7)	(3,3)	(3,5)	(2,5)	(2,0)
Perú	2,4	2,5	2,8	3,1	2,5	3,5	4,0
México	2,1	2,2	2,4	2,6	2,0	2,8	3,3
Chile	1,8	1,9	2,1	2,3	1,0	2,5	3,5
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	1,5	0,6	0,9	1,1	0,2	1,3	2,0
Países desarrollados ^{b/}	1,8		1,9			2,1	
Países emergentes y en desarrollo ^{b/}	4,6		4,0			4,3	
Total mundial^{b/}	3,4		3,1			3,4	

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

b/ Pronósticos FMI de enero de 2016.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

interna, ya que la debilidad de las economías emergentes debe afectar el crecimiento de sus exportaciones.

En el caso de China, se espera que el crecimiento continúe en su proceso de rebalanceo hacia una economía soportada por el consumo privado. En este contexto, se prevé que las exportaciones y la inversión sigan reduciendo sus tasas de expansión desde los elevados niveles de años anteriores y que su demanda por bienes básicos continúe moderándose. Pese a esto, se confía en que las medidas de estímulo por parte de su gobierno y su banco central permitirían que la desaceleración no sea tan marcada.

Para Chile, México y Perú se espera que la recuperación sea más lenta que la prevista, debido a que los precios de los bienes básicos permanecerían en niveles bajos, a que la demanda por parte de sus principales socios comerciales sería modesta y a que la confianza de los empresarios y de los hogares continúa siendo baja. En el caso de Brasil, donde se prevé una nueva contracción económica en 2016, la revisión a la baja en sus pronósticos tiene en cuenta el mayor ajuste fiscal que ese país debe adelantar, la pérdida reciente del grado de inversión, la incertidumbre política y los bajos niveles de confianza de los inversionistas y consumidores. Por su parte, en Ecuador el desplome en sus términos de intercambio y el subsecuente deterioro de sus cuentas fiscales generaría una contracción de

El principal riesgo al escenario central proviene de una desaceleración más fuerte de las economías emergentes.

su economía. Finalmente, Venezuela continuaría atravesando una fuerte recesión, como consecuencia de los bajos precios internacionales del petróleo y de su precaria posición fiscal y externa.

El escenario central anterior, no obstante, sigue presentando importantes riesgos a la baja, los cuales serían mayores que los evaluados en el Informe anterior: el principal proviene de una desaceleración más fuerte en China y de una expansión más lenta en las economías emergentes exportadoras de bienes básicos. En el caso chino, esta se daría por problemas asociados con su estabilidad financiera, como consecuencia de los altos niveles de endeudamiento y de los desbalances que se han acumulado en los últimos años en su sistema financiero. En el caso de los países exportadores de bienes básicos, como lo son la mayoría en América Latina, un peor desempeño podría presentarse si ocurre una nueva caída de sus términos de intercambio o un efecto adverso mayor que el estimado sobre su ingreso nacional.

Adicional a esto, el alto nivel de deuda en algunos países emergentes, junto con el deterioro de su situación económica, las mayores tasas de interés externas y la depreciación de sus monedas, podría golpear la confianza de los inversionistas, reduciendo aún más los flujos de capital hacia estos mercados. Esto podría derivar en problemas serios de liquidez y solvencia que terminarían por castigar el crecimiento.

En cuanto a los riesgos en las economías desarrolladas, se podría presentar un incremento en la incertidumbre asociada con factores políticos en los Estados Unidos o en la zona del euro, con potenciales efectos adversos sobre las decisiones de inversión. Adicionalmente, no se puede descartar una reacción desordenada de los mercados financieros a la normalización de la política monetaria por parte de la Fed.

Con respecto a las materias primas, la debilidad de la demanda mundial, en especial de China, junto con la fortaleza del dólar, continuarían presionando a la baja los precios de los bienes básicos (Cuadro 2). En el caso del petróleo se espera

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

Principales productos	2015	Proyecciones para 2016		
		Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	1,51	1,30	1,50	1,80
Petróleo Brent (dólares por barril)	52,9	20,0	35,0	50,0
Carbón (dólares por tonelada)	60,1	30	50	60
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	11.877	7.423	9.650	11.134
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.160	1.250	1.100	900

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.

En este Informe se redujo considerablemente el pronóstico del precio promedio del petróleo para 2016 a USD 35 por barril.

que su precio oscile alrededor de los niveles actuales (USD 32 por barril) durante la primera mitad del año, período en el que persistiría el exceso de oferta por los factores mencionados. Sin embargo, hacia el segundo semestre debería comenzar a reducirse la producción de los países por fuera de la OPEP, especialmente en América del Norte, los cuales tendrían costos de producción por encima de las cotizaciones actuales, lo cual favorecería una ligera recuperación del precio. De esta forma, el precio promedio del crudo para 2016 sería de USD 35 por barril, el cual sería significativamente inferior a los USD 55 que se esperaban en el *Informe sobre Inflación* anterior.

No obstante, los riesgos a esta proyección están sesgados a la baja, puesto que existe la posibilidad de que los yacimientos no convencionales en América del Norte tengan costos de producción menores que los estimados o que su productividad sea mayor, por lo que no se presentaría la reducción esperada de la producción. Adicionalmente, aun si se registra una caída en la explotación en América del Norte, los países de la OPEP podrían entrar a suplirla, buscando incrementar su participación en el mercado de crudo. Por último, la demanda global podría desacelerarse más de lo previsto. En cualquiera de estos escenarios se exacerbaría el exceso de oferta de petróleo y los precios se mantendrían en los niveles actuales por más tiempo, o incluso podrían caer más.

B. BALANZA DE PAGOS

1. Resultados al tercer trimestre

El déficit en la cuenta corriente para el acumulado de los tres primeros trimestres de 2015 se situó en 6,6% del PIB (USD 14.469 m), superior al observado en el mismo período del año anterior (4,7% del PIB, USD 13.222 m). Esta ampliación, como porcentaje del PIB, se explica en 0,2 pp por el mayor déficit en dólares y en 1,7 pp por el efecto de la depreciación del peso en la medición en dólares del PIB nominal.

Estos resultados reflejan una disminución anual de 33,0% de las exportaciones de bienes, mientras que en las importaciones se observó una reducción del 13,3%. Así, el balance comercial de bienes del país registra un déficit acumulado a septiembre de USD 9.782 m, superior al registrado en el tercer trimestre de 2014 de USD 1.280 m.

En el tercer trimestre el déficit en la cuenta corriente acumuló 6,6% del PIB, resultado de un importante deterioro de la balanza comercial, debido a la fuerte caída de las exportaciones.

En lo referente al balance de servicios, si bien continuó siendo deficitario (-USD 3.186 m) fue inferior al del mismo período un año atrás en USD 1.643 m. Las exportaciones de servicios ascendieron a USD 5.305 m, con un crecimiento anual de 5,3%, impulsado, en especial, por los mayores ingresos por concepto de viajes. Cabe anotar que los ingresos corrientes por concepto de servicios se concentran principalmente en el rubro de viajes y transporte, que representa cerca del 82% de estas exportaciones.

Al tercer trimestre de 2015 el déficit por servicios y renta de los factores es menor al del año anterior, lo que compensa parcialmente el aumento de los egresos netos de la balanza comercial.

Por otra parte, durante el mismo período las importaciones de servicios registraron una caída anual de 13,9% (USD 1.374 m), debido principalmente a la reducción de los egresos por servicios empresariales y de construcción, en especial los vinculados con la actividad petrolera. En este rubro los principales egresos corresponden a gastos por viajes al exterior y servicios de transporte, donde los fletes marítimos representan cerca del 65%. A esta caída también contribuyeron los menores egresos asociados con el pago de seguros y servicios financieros, transporte y viajes.

Durante el período de análisis el balance de la renta de factores también fue deficitario (-USD 5.301 m), pero menor en USD 4.942 m (48,2%) al registrado el año anterior. Este desempeño ocurrió por la caída en los egresos por renta factorial (USD 4.496 m), lo cual, a su vez, se explica principalmente por las menores ganancias de las firmas que operan en el sector petrolero, aunque de la misma manera se observaron menores utilidades en el resto de sectores.

Con relación al rubro de transferencias corrientes, entre enero y septiembre de 2015 se registraron ingresos netos de USD 3.801 m, nivel superior en 24,3% al de un año atrás. Hasta septiembre de 2015 los ingresos por remesas de trabajadores (USD 3.403 m) registraron un incremento anual de 14,4%.

Entre enero y septiembre de 2015 el déficit en la cuenta corriente estuvo financiado por ingresos netos en la cuenta de capital y financiera por USD 14.972 m (6,8% del PIB), mayor a lo observado un año atrás (USD 13.417 m, correspondiente al 4,7% del PIB). A septiembre la inversión extranjera de cartera fue la principal fuente de recursos de financiación, con entradas netas por USD 9.110 m, USD 1.610 m menos que lo observado el año pasado (USD 10.720 m), cuando se registró el efecto de la recomposición de los índices de deuda pública emergente de JP Morgan en favor de los títulos colombianos. Por su parte, a septiembre de 2015 la inversión extranjera directa (IED) registró una reducción de 26,3% con respecto al mismo período del año anterior. Este comportamiento refleja menores aportes de capital extranjero dirigidos a la actividad mineroenergética, y hacia el sector de transporte y comunicaciones. Por el contrario, se observaron mayores flujos de inversión al sector de comercio y hoteles.

A septiembre de 2015 la inversión extranjera directa había disminuido 26,3% anual, resultado de los importantes recortes en los recursos de inversión dirigidos al sector mineroenergético.

En el rubro préstamos bancarios y otros créditos externos el país recibió desembolsos netos por USD 1.423 m, en su mayoría contratados por entidades del sector público. Este monto representa un aumento de USD 2.070 m frente al mismo período del año anterior.

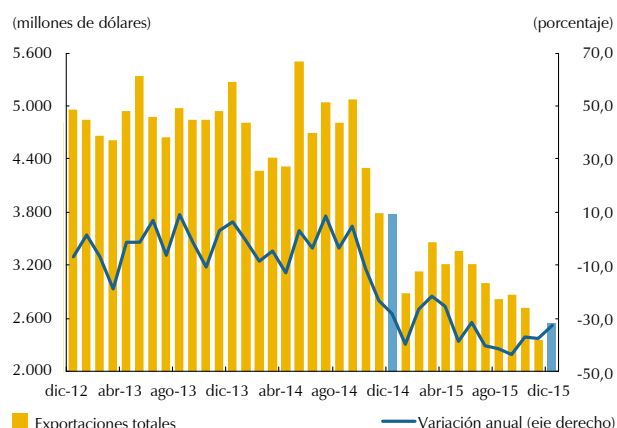
En el período de análisis se estima que para constituir activos en el exterior el país registró salidas de capital colombiano por un monto de USD 4.318 m, cifra inferior en USD 7.066 m a la observada en el mismo lapso de 2014. Del total de estos recursos, el 78,2% se utilizó en la constitución de inversiones directas en el exterior y el restante 19,1% en inversiones financieras de cartera, en su mayoría efectuadas por el sector público.

Por último, en el rubro de instrumentos financieros derivados, por concepto de transacciones de *forwards* y opciones de divisas, durante 2015 a septiembre el país registró egresos netos por valor de USD 1.482 m como resultado de las pérdidas originadas en la liquidación de los contratos de compra y venta de divisas. Con respecto a un año atrás, los ingresos crecieron en USD 153 m por transacciones de instrumentos financieros derivados mientras que los egresos aumentaron en USD 1.473 m.

2. Pronósticos

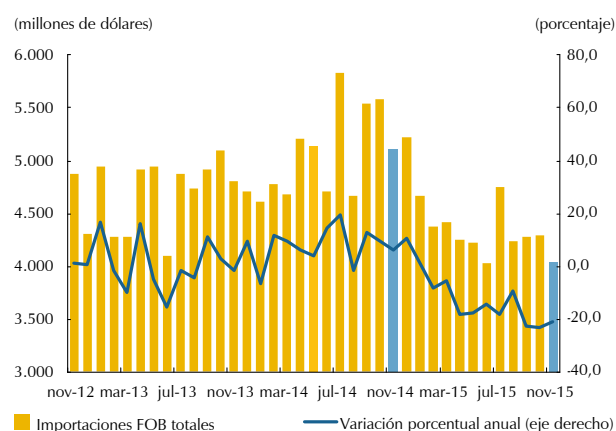
Para el último trimestre del año se estima que el déficit en la balanza comercial continuó ampliándose levemente, con mayores afectaciones en las ventas externas por la aceleración en la caída del precio del petróleo en los últimos meses. La información disponible de comercio exterior de bienes para el cuarto trimestre de 2015 registra una caída de las exportaciones totales en dólares de 35,8% frente al año anterior (Gráfico 18), reflejo de una reducción importante en el valor exportado del petróleo y sus derivados, además de una disminución generalizada en los otros tipos de bienes. Por su parte, durante el bimestre octubre - noviembre de 2015, el valor de las importaciones FOB² registró una caída en términos anuales de 22,0% (Gráfico 19) (véase el sombreado, p. 28).

Gráfico 18
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 19
Importaciones FOB totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB (*free on board*) de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF (*cost, insurance and freight*), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas durante octubre y noviembre de 2015 fue de USD 4.379 m, lo que representa un crecimiento de 21,8% anual.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES PARA EL TERCER TRIMESTRE DE 2015 Y EN LO CORRIDO DEL CUARTO

Durante el tercer trimestre de 2015 se registró una caída de las exportaciones totales de 41,9% con respecto al año anterior, debido a menores ventas externas de bienes de origen minero e industriales, las cuales se contrajeron en 54,8% y 15,5% anual, respectivamente. En contraste, las exportaciones de origen agrícola registraron un alza de 1% anual. En el grupo de bienes de origen minero se observaron caídas generalizadas en el valor exportado de todos los productos, siendo la disminución más fuerte la registrada en el grupo de refinados del petróleo, con una variación anual de -62,6%, atribuible, en gran medida, a la reducción de los precios de los hidrocarburos. Las exportaciones de petróleo, por su parte, cayeron 59,1% anual, dada la pronunciada reducción en el precio internacional (que registró en este período una contracción de 50,4% anual en el promedio). Por otro lado, el leve aumento en las exportaciones de bienes agrícolas refleja el aumento en las exportaciones de café de 6,8%, y las disminuciones en las ventas de banano y flores (-12,7% y -3,2%, respectivamente).

Las exportaciones industriales¹ se vieron perjudicadas, principalmente, por la reducción en las ventas externas de vehículos, minerales no metálicos y manufacturas de cuero. Por destinos, el más afectado fue el comercio con Venezuela, donde se registró una caída de 53% anual en las exportaciones industriales a este país, mientras las ventas hacia Ecuador y Asia se redujeron en 34,1% y 12,5%, en su orden. Por el contrario, durante el tercer trimestre las ventas a la Unión Europea y los Estados Unidos mostraron aumentos de 15,4% y 4,9%, respectivamente.

Por su parte, las importaciones en dólares cayeron 17,3% anual en el tercer 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 14,1% anual, resultado de la reducción del valor de las compras de combustibles y lubricantes (-22,7%), materias primas para la industria (-12,1%) y para la agricultura (-2,5%). Las compras externas de bienes de consumo registraron una disminución de 20% anual, con una caída de los bienes durables y no durables (de 28,4% y 10,8%, respectivamente). Por último, las importaciones de bienes de capital mostraron una reducción de 19,4% anual, explicada por las caídas en las compras de

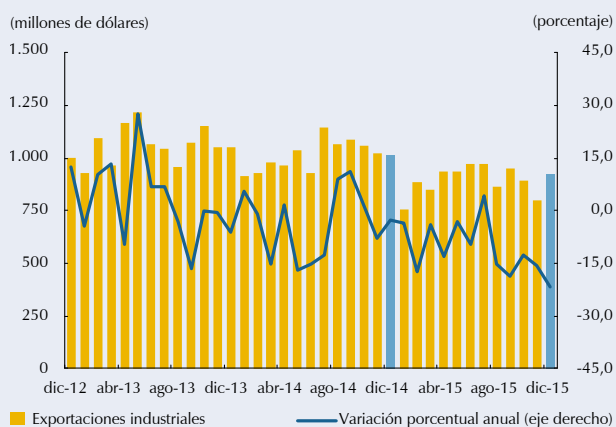
equipo de transporte (-32,9%), materiales de construcción (-6,2%) y bienes de capital para la industria (-14,3%).

Durante el cuarto trimestre de 2015 las exportaciones en dólares mostraron de caída significativa (-35,8%), atribuible a una reducción generalizada de las ventas externas en todos los grupos de bienes. De manera particular, en este período se destaca la importante disminución de las exportaciones de origen minero (-47,6%), resultado de los bajos precios internacionales de cotización de estos productos. Así, se observaron disminuciones de las exportaciones de refinados de petróleo y petróleo crudo (-39,8% y -52,0%, respectivamente), ferroníquel (-49,0%), carbón (-41,0%) y oro (-31,4%).

Con relación a las exportaciones industriales, entre octubre y diciembre se observó una disminución de las ventas externas de estos productos de 15,5% anual (Gráfico A). Lo anterior refleja una caída en las exportaciones no tradicionales hacia todos los destinos, exceptuando la Unión Europea y los Estados Unidos, destinos que registraron crecimientos anuales de 23,8% y 3,8%, respectivamente (Gráfico B). Son importantes las caídas anuales en las exportaciones durante el bimestre hacia Venezuela (-55,3%) y Ecuador (-36,0%).

Por su parte, las ventas externas de bienes de origen agrícola registraron una reducción de 13% anual durante dicho trimestre, con una caída en el valor de las exportaciones de todos los productos de este grupo, salvo banano, que registró un aumento de 26,5%. Por el contrario,

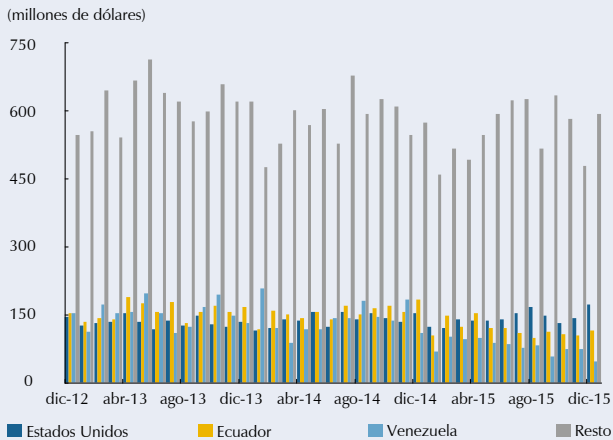
Gráfico A
Exportaciones industriales y otros^{a/}
(mensual)



1 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores; y representan el 32,1% del total exportado en dicho período. Las exportaciones de la industria manufacturera representan el 96,1% de este grupo.

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

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



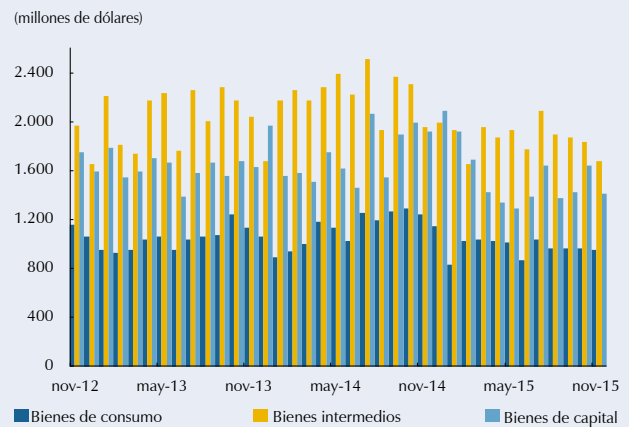
a/ No considera café, derivados del petróleo, ferroníquel, oro, banano ni flores.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

las ventas de café y flores registraron caídas de 23,6% y 5,8%, respectivamente.

En el bimestre octubre-noviembre, por su parte, las importaciones FOB en dólares reportaron una contracción anual de 22%. Esta reducción está asociada con caídas en el valor exportado de todos los tipos de bienes. Las compras externas de bienes de consumo cayeron 24,1% anual, hecho que se explica con la contracción de 31,1% en bienes durables y de 16,3% en bienes no durables. Al comportamiento de las importaciones de bienes durables contribuyeron en

su mayoría las disminuciones en máquinas de uso doméstico (-37,8%) y vehículos (-31,9%), mientras que para el caso de los bienes no durables las principales contribuciones fueron las disminuciones en vestuario (-27,3%) y otros bienes de consumo no duradero (-23,4%). Con respecto a las importaciones de bienes intermedios, cayeron 17,5%, resultado relacionado, en parte, con la disminución en los precios de combustibles y lubricantes (-38,8%). Finalmente, las compras de bienes de capital se redujeron en 21,9%, caída que se explica por los retrocesos en equipo de transporte (-32,8%), bienes de capital para la industria (-17,5%) y materiales de construcción (-9,8%) (Gráfico C).

Gráfico C
Importaciones por tipo de bienes (FOB)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La reducción de las compras externas estaría acompañada de un menor déficit en la balanza de servicios, resultado de los efectos positivos de la tasa de cambio sobre este tipo de exportaciones y de la reducción de importaciones asociadas con los servicios de fletes y turismo.

Los resultados negativos del balance comercial se podrían ver parcialmente compensados por menores egresos de la renta de factores del sector mineroenergético, que continuarían disminuidos por los bajos precios del petróleo y las materias primas. Igualmente, se esperan menores egresos netos por renta de factores en el resto de sectores, debido al efecto que ha tenido la depreciación en las utilidades medidas en dólares. Por otra parte, se estima que los ingresos netos por transferencias corrientes podrían mejorar levemente en la última parte del año frente a los trimestres anteriores.

En términos del financiamiento, para el último trimestre de 2015 se estima que los flujos de IED hacia el sector mineroenergético fueron menores a los observados durante el año, como consecuencia del panorama de precios para este sector. Para el resto de sectores se estiman mayores recursos para el cuarto trimestre frente a lo observado en el trimestre anterior, pero

se mantendrían en niveles bajos en comparación con un año atrás. Así, para todo 2015 se proyecta una reducción de alrededor del 25% para la IED en Colombia.

Por su parte, los flujos de inversión de cartera o portafolio continúan siendo menores a los registrados un año atrás, cuando se anunció la recomposición de los índices de deuda pública emergente de JP Morgan en favor de los títulos colombianos. Lo anterior ha sido parcialmente compensado por mayores recursos provenientes de otra inversión, en particular créditos obtenidos por el sector público no financiero.

Dado todo lo anterior, se estima un déficit en la cuenta corriente para todo 2015 de 6,5% del PIB como cifra más probable (Cuadro 3), dentro de un rango entre -6,7% y -6,3%. El escenario central supone un ajuste del déficit en el último cuarto del año (alrededor de 6,3% del PIB) por el comportamiento observado de las importaciones, la reducción del déficit en servicios y renta, 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, en 2015 el déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB se habría incrementado de 5,2% en 2014 a 6,5% actualmente, lo que en dólares significaría una reducción de cerca de USD 437 m.

Para 2016, con los principales supuestos centrales para el contexto externo presentados en la sección anterior, se espera una corrección del déficit en la cuenta

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

	2011	2012	2013 (pr)	2014 (pr)	2015 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	(9.710)	(11.306)	(12.367)	(19.567)	(19.130)
Porcentaje del PIB	(2,9)	(3,1)	(3,3)	(5,2)	(6,5)
A. Bienes y servicios	935	(858)	(2.763)	(11.255)	(17.859)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(15.479)	(15.027)	(14.198)	(12.671)	(6.485)
C. Ingreso secundario (transferencias corrientes)	4.834	4.579	4.594	4.359	5.214
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(8.925)	(11.754)	(11.845)	(19.903)	(19.633)
Porcentaje del PIB	(2,7)	(3,2)	(3,1)	(5,3)	(6,7)
A. Inversión directa (ii - i)	(6.228)	(15.646)	(8.557)	(12.426)	(8.169)
i. Extranjera en Colombia (IED)	14.648	15.039	16.209	16.325	12.111
ii. Colombiana en el exterior	8.420	(606)	7.652	3.899	3.942
B. Inversión de cartera	(6.090)	(5.690)	(6.978)	(11.654)	(7.232)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(349)	4.176	(3.257)	(259)	(4.644)
D. Activos de reserva	3.742	5.406	6.946	4.437	412
Errores y omisiones (E y O)	785	(448)	522	(335)	(504)

(pr): preliminar

(proy): proyección.

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

Fuente: Banco de la República

Para 2016 se estima un déficit de la cuenta corriente que se ubicaría entre 5,4% y 6,5% del PIB, con cifra más probable en 6,0%.

corriente, en dólares y como proporción del PIB (alrededor de 6,0%) frente a lo estimado para 2015 (alrededor de 6,5%). Esto implica una disminución hacia niveles cercanos a USD 16.000 m. Dicho pronóstico incorpora el efecto que tiene la caída en el precio del petróleo en las diferentes cuentas del balance externo, así como los efectos de una desaceleración moderada en la actividad económica colombiana. En este sentido, se estima que el déficit en el comercio de bienes continuaría siendo importante en un escenario de contracción de las exportaciones tradicionales, compensado parcialmente por la recuperación de las exportaciones no tradicionales y la reducción de las importaciones.

Así, las exportaciones totales en dólares se contraerían alrededor de 16%. El desempeño de las ventas externas estará afectado por las menores previsiones de precios para todos los principales productos de exportación, según se presentó en la primera parte de este capítulo. Esta situación sería compensada de manera parcial por la recuperación de las exportaciones de derivados del petróleo, con la entrada en pleno en operación de la Refinería de Cartagena (Reficar) a mediados del año. Adicionalmente, se supone una ligera aceleración en el crecimiento de la demanda externa, lo que, sumado a la depreciación esperada del peso colombiano, podría impulsar las ventas externas de productos industriales.

Por su parte, las importaciones en dólares se contraerían frente a lo observado en 2015 (cerca de -14% anual), comportamiento asociado con: i) una importante reducción de la compra externa de bienes de consumo durable y de bienes de capital, dada una demanda interna menos dinámica; ii) la sustitución de parte de las importaciones de combustibles con la entrada en operación de Reficar, y iii) reducciones adicionales de los precios en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios.

En lo que corresponde al comercio de servicios, se proyecta una reducción adicional a la observada en 2015 en el déficit, impulsada por los efectos de la depreciación sobre el balance neto de algunos servicios, como los empresariales y el turismo, y por la reducción de precios de servicios importados, como el transporte de carga.

Asimismo, se estima una disminución en los egresos netos por renta de factores, asociada en particular con la menor remisión de utilidades del sector mineroenergético.

A pesar de una nueva contracción estimada de las exportaciones de bienes, en 2016 se espera un ajuste adicional en las compras externas y reducciones en el déficit en el balance de servicios y renta de los factores.

En cuanto al financiamiento, se espera que los flujos de capital sean menores a los previstos para 2015, afectados por las reducciones adicionales en los planes de inversión del sector mineroenergético y por los menores flujos estimados de la inversión extranjera de portafolio, en un contexto de mejores condiciones para las economías avanzadas relativas a las emergentes y la continuación de la normalización monetaria en los Estados Unidos. Así, se proyecta una inversión extranjera directa neta inferior a la observada el año anterior, producto, en especial, de menores entradas de IED para los sectores de petróleo y minería debido a las fuertes caídas en los precios de dichos bienes básicos, compensadas

Para 2016 se estima que los flujos de capital sean menores que los previstos para el año anterior, lo que supone recortes adicionales en la inversión del sector mineroenergético y reducciones en los flujos netos de inversión de portafolio.

parcialmente por un ligero aumento de los flujos hacia otros sectores, resultado del dinamismo de la construcción de infraestructura y los recursos provenientes de la venta de Isagén.

Igualmente, se estima un menor financiamiento neto por recursos de inversión de cartera con respecto al año anterior, dada una menor estimación de flujos de capital extranjero hacia el mercado de deuda pública local y una menor colocación de bonos en los mercados internacionales por parte tanto del sector público como privado. Asimismo, los recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos) se estiman menores a los registrados en 2015, en particular por un menor endeudamiento neto del sector público.

La incertidumbre sobre las condiciones y la disponibilidad de financiamiento, así como la sensibilidad de algunos flujos de capital a las perspectivas del sector mineroenergético y de la actividad económica en general, determinan el rango de pronóstico para el déficit en la cuenta corriente para 2016, el cual estaría entre 5,4% y 6,5% del PIB.

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

Durante el tercer trimestre el crecimiento anual del PIB fue de 3,2%, cifra que se ubicó en la parte superior del rango de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación*.

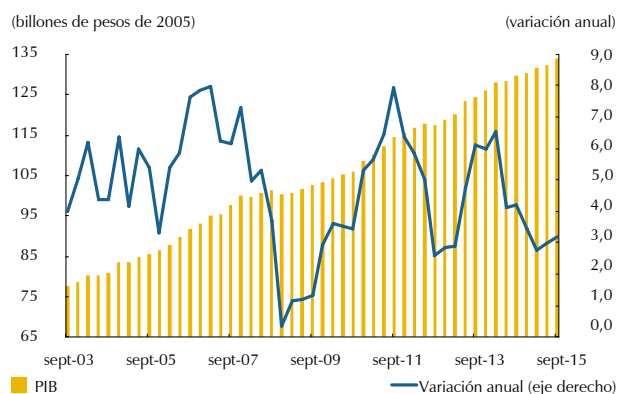
Los componentes de la demanda interna con mayor participación de importaciones, como son los gastos en bienes de consumo durable y la inversión de maquinaria y equipo y de equipo de transporte, se contrajeron.

Durante el cuarto trimestre la economía colombiana se habría expandido a un ritmo similar al registrado durante el tercero. Las exportaciones netas habrían contribuido positivamente al crecimiento, mientras que la demanda interna se habría desacelerado.

Por el lado de la oferta, los sectores más dinámicos en el cuarto trimestre habrían sido el cafetero y la industria manufacturera. En contraste, la minería y el comercio habrían sido los de más pobre desempeño.

A. COMPORTAMIENTO DEL PIB DURANTE EL TERCER TRIMESTRE DE 2015

Gráfico 20
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Según las más recientes cifras de cuentas nacionales del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la economía colombiana se expandió un 3,2% durante el tercer trimestre de 2015 (Gráfico 20). Este crecimiento se ubicó en la parte superior del punto medio del rango de pronóstico presentado por el equipo técnico del Banco de la República en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 2,3% y 3,5%, con cifra más probable 2,9%), lo que significó una leve aceleración con respecto a la primera mitad del año. El crecimiento entre trimestres fue del 1,2%, el mayor registrado en lo corrido del año, lo que en términos anualizados representó un incremento del 5,1%.

El comportamiento observado del PIB fue afín con la dinámica esperada en versiones anteriores de este *Informe*.

Los menores niveles de los términos de intercambio han tenido efectos sobre la demanda agregada.

A pesar del aparente mejor desempeño de la economía frente a los registros de la primera mitad del año, es evidente que los menores niveles de los términos de intercambio han tenido efectos significativos sobre el sector real, en particular sobre la demanda agregada. Así mismo, el incremento generalizado del nivel de precios de la economía y la depreciación nominal del peso frente al dólar han castigado en alguna medida la capacidad de gasto de los hogares y de las firmas.

No obstante, las cifras revelan que de nuevo la demanda interna contribuyó al crecimiento de manera positiva. El consumo agregado se expandió a un ritmo superior que aquel registrado en el segundo trimestre, aunque continuó por debajo de su promedio calculado desde 2001. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se contrajo; algo que no sucedía desde finales de 2012. La dinámica de acumulación de existencias compensó de manera parcial lo anterior, razón por la cual el agregado de la inversión total (formación bruta de capital) mostró un incremento similar al del trimestre anterior (Cuadro 4).

Al analizar el desempeño individual de los componentes de la demanda interna, se observaron ajustes importantes en los renglones con mayor participación de importaciones. En principio, los gastos en bienes de consumo durable y en inversión de maquinaria y equipo y de equipo de transporte se contrajeron. En contraste, la inversión en construcción de obras civiles registró expansiones, algo superiores a las observadas en trimestres anteriores.

Para los demás rubros del consumo privado se observó un comportamiento favorable, incluso algo mayor que aquel registrado durante la primera mitad del año. Algo similar mostró el consumo público, cuya tasa de crecimiento (2,7%) fue mayor que la del primer y segundo trimestres. Sin embargo, el ajuste fiscal es evidente cuando esta cifra se compara con la dinámica que presentó este rubro del PIB en 2014 y 2013, cuando creció en términos anuales 6,2% y 9,2%, respectivamente.

Con respecto a las exportaciones netas, este componente del PIB contribuyó de manera negativa a la expansión de la economía colombiana. Mientras las exportaciones reales se contrajeron levemente, las importaciones en pesos constantes registraron un pequeño incremento. Cabe señalar que los niveles de ambos rubros se incrementaron frente a los del trimestre anterior, y que el comportamiento mediocre que registraron en el tercer trimestre obedece en gran medida a una alta base de comparación en el mismo período de 2014.

Por el lado de la oferta, durante el tercer trimestre de 2015 se destaca el comportamiento favorable del comercio (4,8%), los servicios financieros (4,3%) y de las actividades agrícolas (4,5%) (Cuadro 5). En contraste, la rama de actividad relacionada con la minería se contrajo (-1,1%). Es importante señalar que la industria, luego de cinco trimestres, presentó de nuevo una expansión positiva (2,5%), y que el sector de construcción redujo de manera significativa su aporte al PIB (0,8%).

Pese a la depreciación del peso y al deterioro en la confianza del consumidor, las ventas al por menor se aceleraron de 2,8% a 4,7%. Lo anterior, junto con el

Los servicios financieros, el comercio y el sector agrícola presentaron los mejores desempeños durante el tercer trimestre de 2015.

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2014				2014 Año completo	2015			Contribuciones al crecimiento anual (III trim. 2015)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	III trim.	
Consumo total	5,2	4,4	4,3	5,0	4,7	3,7	3,0	3,4	2,8
Consumo de hogares	4,1	3,8	4,1	5,4	4,4	4,1	3,5	3,8	2,4
Bienes no durables	3,6	3,0	3,9	4,8	3,8	3,9	3,6	3,9	0,8
Bienes semidurables	3,8	4,0	3,2	7,5	4,6	3,8	2,3	4,1	0,2
Bienes durables	4,1	5,1	8,2	12,7	7,6	3,2	(0,2)	(4,6)	(0,2)
Servicios	4,8	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,1	4,6	1,5
Consumo final del Gobierno	9,4	6,7	5,3	3,8	6,2	2,2	1,8	2,7	0,5
Formación bruta de capital	14,7	13,8	10,1	8,5	11,7	6,5	1,0	1,0	0,3
Formación bruta de capital fijo	13,3	8,6	11,8	10,1	10,9	6,0	1,8	(0,4)	(0,1)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	3,1	3,0	4,5	7,8	4,6	(2,0)	(1,2)	(1,0)	(0,0)
Maquinaria y equipo	14,4	7,8	14,6	12,2	12,2	1,6	(5,2)	(1,7)	(0,2)
Equipo de transporte	5,2	11,1	14,9	16,6	12,1	30,3	(8,9)	(4,9)	(0,2)
Construcción y edificaciones	7,1	1,2	15,4	7,4	7,8	2,3	9,4	(7,4)	(0,5)
Obras civiles	25,8	13,6	6,7	3,6	12,1	6,7	8,1	8,5	0,7
Servicios	5,7	1,5	5,6	1,2	3,5	1,7	(0,6)	1,1	0,0
Demanda interna	7,7	6,1	5,8	5,8	6,3	4,3	2,9	2,8	3,1
Exportaciones totales	2,4	(11,7)	4,3	(0,4)	(1,7)	2,3	(0,8)	(0,7)	(0,1)
Importaciones totales	8,8	5,3	8,3	14,2	9,2	9,2	(0,9)	0,6	(0,2)
PIB	6,5	4,1	4,2	3,4	4,6	2,8	3,0	3,2	3,2

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

desempeño de los servicios de hotelería y restaurantes (8,4%), permitieron que la rama de comercio contribuyera al crecimiento de la economía nacional. Al parecer el debilitamiento del peso estaría incentivando el turismo de colombianos y extranjeros dentro del territorio nacional.

Por su parte, los servicios financieros, cuya participación en el PIB es alta (19,9%), siguen contribuyendo de manera significativa al crecimiento económico, en especial por el dinamismo de los servicios de intermediación financiera y de seguros.

En lo que respecta al sector agrícola, sobresale el vertiginoso incremento de la producción cafetera (14,4%), que evidencia los frutos de la renovación de tierras por el aumento de la productividad de los campos. Dentro del grupo de otros productos

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

Sector	2014				2014 Año completo	2015			Contribuciones al crecimiento anual (III trim. 2015)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	III trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,2	0,3	1,9	0,8	2,3	1,7	2,6	4,5	0,2
Explotación de minas y canteras	5,4	(2,4)	(0,9)	(2,7)	(0,2)	0,5	4,3	(1,1)	(0,1)
Industria manufacturera	4,6	(1,7)	(1,2)	(0,5)	0,2	(1,8)	(0,7)	2,5	0,2
Electricidad, gas y agua	4,6	3,8	3,9	2,9	3,8	2,3	1,7	3,7	0,1
Construcción	14,0	8,6	11,1	6,0	9,9	4,7	8,6	0,8	0,5
Edificaciones	7,0	0,8	14,4	7,2	7,4	2,0	8,9	(8,1)	
Obras civiles	24,4	14,7	6,8	4,2	12,0	6,7	8,4	8,5	
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,4	4,2	4,3	4,4	4,6	5,1	4,0	4,8	0,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,8	4,4	4,2	3,2	4,2	2,9	0,5	1,8	0,1
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	5,4	5,5	4,5	4,1	4,9	4,3	3,7	4,3	0,7
Servicios sociales, comunales y personales	7,7	5,6	4,9	3,8	5,5	2,7	2,5	3,1	0,3
Subtotal valor agregado	6,6	3,8	4,0	3,1	4,4	2,7	3,0	3,1	2,5
Impuestos menos subsidios	7,5	8,5	7,5	8,0	7,8	4,1	3,1	3,3	0,2
PIB	6,5	4,1	4,2	3,4	4,6	2,8	3,0	3,2	3,2

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

agrícolas, los cultivos transitorios y los permanentes mostraron un crecimiento de 1,6% y 4,3%. En los primeros se destaca el aumento de 16,2% de los cereales, mientras que en los segundos lo hacen las semillas y frutos oleaginosos (27,2%) y las frutas y nueces frescas (5,3%). Por último, el sacrificio de ganado bovino (2,6%) y porcino (10,8%) también impulsó la expansión sectorial.

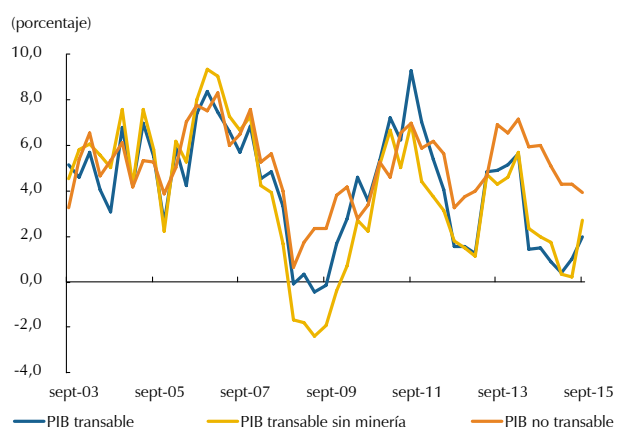
La industria, que venía presentando caídas anuales desde junio de 2014, mostró una expansión positiva entre julio y septiembre de 2015. Pese a esto, la heterogeneidad sectorial continúa siendo elevada: mientras que ramas como productos de madera (20,5%), productos de café y trilla (20,5%) y productos metalúrgicos básicos (8,4%) reportaron crecimientos elevados, otras manufacturas relacionadas con equipo de transporte (-7,0%), maquinaria y equipo (-6,7%) y otra maquinaria y suministro eléctrico (-6,7%) cayeron de manera importante. La subrama de refinación de petróleo, que se contrajo notoriamente en el primer semestre en términos anuales, debido al cierre de Reficar, dejó de hacerlo en el tercer trimestre, pues ya enfrentó una base de comparación muy baja.

Aunque la industria mostró una expansión positiva, existe una alta heterogeneidad en su interior.

La construcción, que venía creciendo por encima de la economía en su conjunto, alrededor de 10% en promedio desde 2013, presentó una escasa expansión durante el tercer trimestre de 2015 (0,8%). Dentro de esta rama se apreció una gran disparidad: el importante incremento de las obras civiles (8,5%) fue contrarrestado por

una caída generalizada en la construcción de edificaciones (-8,1%). En las obras civiles se destacó la contribución de las otras obras de ingeniería (48,6%), donde los mayores pagos efectuados se realizaron en la construcción, mantenimiento, reparación y adecuación de parques, escenarios deportivos, plazas de mercado y obras ambientales. Cabe señalar que los pagos provienen de las entidades del orden territorial (39,9%), principalmente. El grupo de carreteras, caminos y puentes (3,2%) siguió reportando una expansión gracias a la ejecución de los gobiernos locales (54,6%). Por otro lado, la construcción de edificaciones cayó, tanto en las residenciales (-9,4%) como en las no residenciales (-8,8%).

Gráfico 21
 PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables
 (crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En contraste, la minería fue la única gran rama que mostró una contracción (-1,1%), en especial por la caída de la producción de petróleo (-1,5%) debido a los problemas de orden público que afectaron la infraestructura y el transporte del crudo. De igual manera, los minerales no metálicos reportaron una reducción en su producción (-11%) por cuenta de un desplome de la extracción de platino y plata (-26,1%), y de níquel (-24,4%).

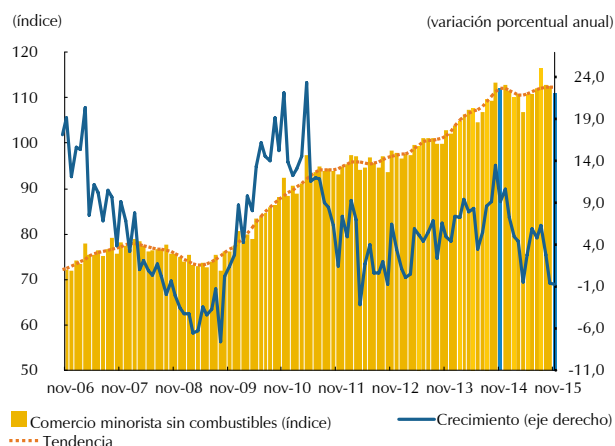
En ese entorno, aunque el PIB de los sectores transables se aceleró de 1,0% a 2,0%, continuó con aumentos menores a los de la economía en su conjunto y de su promedio desde 2000 (3,8%). Al excluir la minería, el PIB del resto de sectores transables mostró una expansión de 2,7%. Por su parte, el PIB de los no transables presentó una leve desaceleración (pasó de 4,3% a 3,9%) (Gráfico 21).

B. EL PIB DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2015 Y TODO 2015

La información más reciente sobre el desempeño de la actividad real sugiere que a lo largo del cuarto trimestre de 2015 la economía colombiana se expandió a un ritmo similar al registrado durante el tercero. En esta ocasión las exportaciones netas habrían contribuido positivamente al crecimiento económico, en la medida en que las importaciones reales se habrían contraído a un ritmo superior al de las exportaciones. Este resultado es afín con el comportamiento mediocre que habría registrado la demanda interna importada: entre octubre y diciembre el consumo privado se habría desacelerado de manera importante, como consecuencia del mal comportamiento del gasto en bienes durables y semidurables; al tiempo que el gasto en inversión en bienes de capital transables (en particular aquellos catalogados como equipo de transporte y maquinaria para la industria) habría profundizado su caída. Por otro lado, el consumo público habría presentado una expansión baja, similar a la registrada, en promedio, para los primeros tres trimestres del año. Así las cosas, la demanda interna se habría desacelerado con respecto a lo observado en trimestres anteriores.

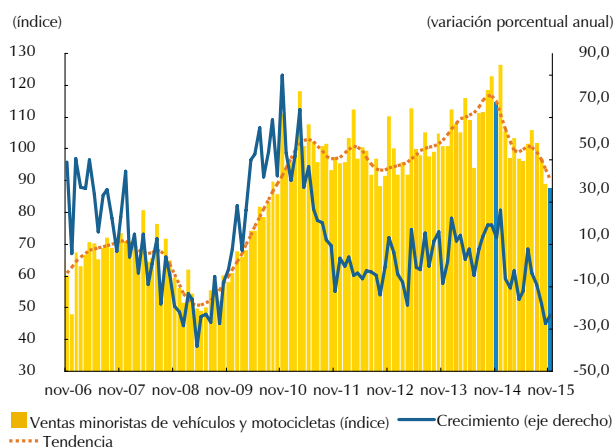
Cabe señalar que lo anterior ocurrió en un contexto de nuevas caídas de los precios internacionales del crudo y de alta depreciación y volatilidad de la tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar, lo que a su vez habría tenido efectos negativos sobre el ingreso nacional disponible y sobre la confianza de los consumidores. Asimismo, la información disponible sobre actividad económica de los principales socios comerciales del país sugiere que en 2015 estas economías habrían registrado expansiones menores que las contempladas en versiones anteriores de este Informe, lo que permite pensar que durante el cuarto trimestre la demanda externa habría sido poco dinámica, desfavorable para el crecimiento del PIB.

Gráfico 22
Encuesta mensual del comercio al por menor: ventas totales sin combustibles, desestacionalizado



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 23
Encuesta mensual del comercio al por menor: ventas de vehículos automotores y motocicletas, desestacionalizado



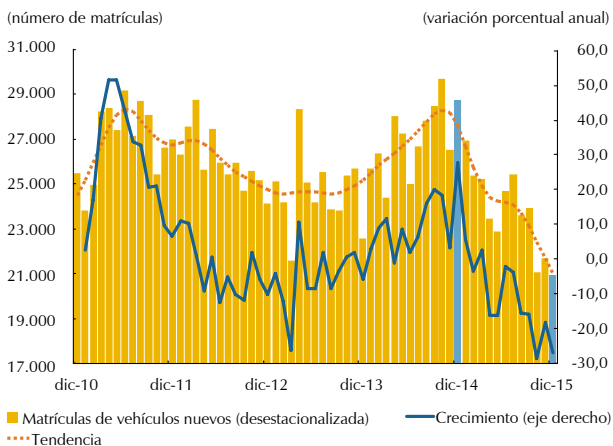
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Varios indicadores sectoriales apoyan el anterior pronóstico. Es el caso de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), que muestra que las ventas minoristas de noviembre se contrajeron 0,7% frente al mismo mes de 2014, cifra similar a la registrada en octubre (Gráfico 22). Así las cosas, el resultado de crecimiento para el agregado del bimestre (-0,7% anual) se desaceleró con respecto al registro del tercer trimestre, período en el cual las ventas se expandieron 4,3% anual. Las cifras son mejores al descontar las ventas de vehículos. Para el agregado restante el incremento fue de 4,9% anual en noviembre (5,4% para el bimestre). A pesar ello, esta dinámica también representó una desaceleración con respecto al registro del tercer trimestre, período en el cual la serie creció 8,3% anual.

El otro renglón de las ventas minoristas, las de vehículos y motocicletas (Gráfico 23), registraron fuertes caídas y no dan señales de que puedan superar prontamente el mal momento que atraviesan. La EMCM del DANE reveló una contracción en noviembre de 23,8%, frente al mismo mes de 2014, lo que para el bimestre octubre-noviembre significó una caída de 25,5% anual: un hundimiento de la dinámica de este tipo de ventas frente a lo observado en el tercer trimestre (-10,8%). Cabe señalar que esta cifra está parcialmente afectada por una alta base de comparación en el mismo período de 2014, pues hacia finales de noviembre se realizó el XIV Salón del Automóvil, evento bienal con sede en Bogotá. Las cifras de ventas minoristas de vehículos y de matrículas publicadas por el Comité Automotor Colombiano³ (CAC)

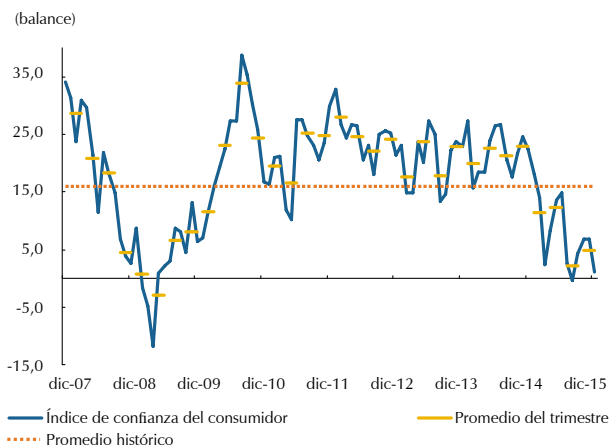
3 Integrado por la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) y Econometría.

Gráfico 24
Registro de matrículas de vehículos nuevos
(serie desestacionalizada)



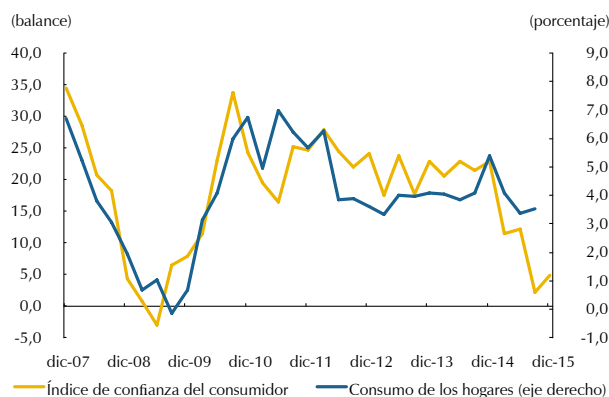
Fuente: Comité Automotor Colombiano (ANDI, Fenalco, Econometría); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 26
Índice de confianza del consumidor (promedio trimestral) y consumo de los hogares (variación anual)



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

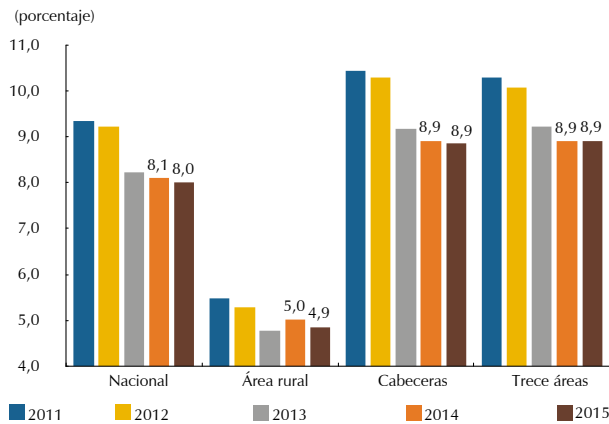
confirman lo anterior: caídas importantes del número de matrículas a lo largo del cuarto trimestre (Gráfico 24). Al clasificar por uso final del vehículo, las contracciones se observan tanto en el renglón de uso particular como en el de uso comercial, lo que permite pensar que durante el cuarto trimestre de 2015 se habría presentado un mal desempeño del consumo durable y de la inversión en equipo de transporte.

Afin con lo anterior, el índice de confianza del consumidor (ICC), otro indicador auxiliar que guarda una alta correlación histórica con la tasa de crecimiento del consumo privado, retrocedió en diciembre frente a los registros de meses anteriores y se ubicó de nuevo en niveles cercanos a los observados a mediados de 2015, significativamente por debajo de su promedio calculado desde 2001 (Gráfico 25). Así las cosas, el promedio del ICC para el cuarto trimestre permite prever un bajo desempeño del consumo de los hogares durante dicho período (Gráfico 26).

Al cierre de 2015 el comportamiento del mercado laboral fue menos favorable que el presentado en el *Informe sobre Inflación* anterior, principalmente debido a una tasa de desempleo (TD) que habría dejado de caer. Con información hasta el trimestre móvil terminado en diciembre, las tasas de desempleo (TD) de las cabeceras urbanas y de las trece principales áreas metropolitanas se ubicaron en 8,9%, el mismo nivel que hace un año. En el total nacional y en las áreas rurales se observaron disminuciones mínimas en el mismo período, registrando 8,0% y 4,9%, respectivamente (Gráfico 27). Adicionalmente, al descontar el efecto estacional de la TD total nacional y la de las trece áreas metropolitanas, en los últimos meses se observa una leve tendencia ascendente (Gráfico 28). Cabe resaltar que hasta el tercer trimestre las TD de trece áreas y de cabeceras urbanas habían venido cayendo anualmente.

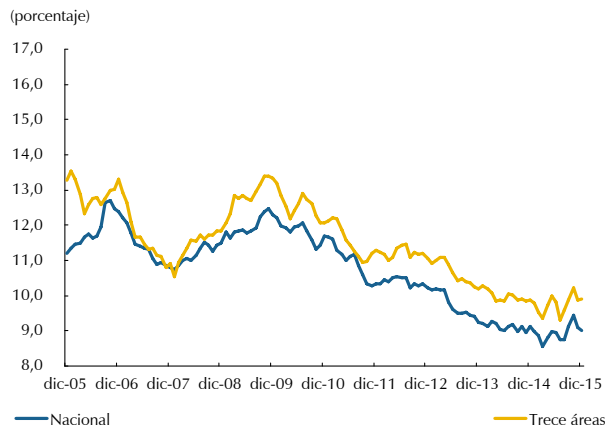
El comportamiento de la TD se explica por la desaceleración observada en el empleo. Aunque se ha registrado alguna recuperación en los niveles de empleo en el cuarto trimestre de 2015, esta no ha sido suficiente para reducir de manera significativa la tasa de desempleo. En el trimestre móvil terminado en diciembre los ocupados crecieron 2,1% anual en el total nacional, mientras que en las trece áreas lo hicieron 0,8% (Gráfico 29).

Gráfico 27
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil octubre-noviembre-diciembre)



Fuente: DANE (GEIH).

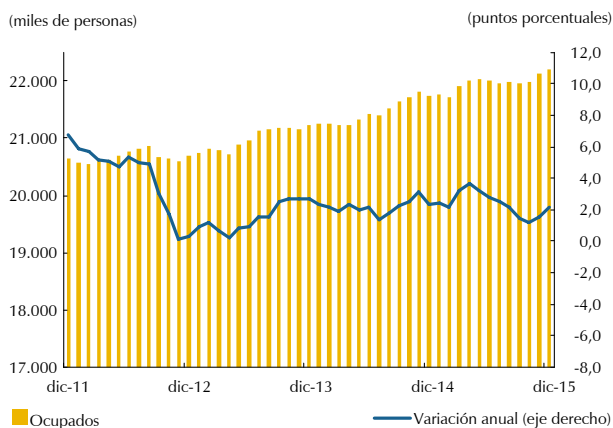
Gráfico 28
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 29
Número de ocupados y variación anual

A. Total nacional



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

La mayoría de los puestos de trabajo generados en los últimos meses fueron asalariados. En el trimestre móvil terminado en diciembre los asalariados se expandieron a una tasa anual de 2,8%, mientras que los no asalariados se contrajeron 1,5% (Gráfico 30).

Por el lado de la inversión, la información disponible sobre el comportamiento de las importaciones de bienes de capital, transformadas a pesos reales, sugiere que entre octubre y diciembre el ritmo de expansión de la formación bruta de capital fijo (FBCF), distinta de aquella destinada a construcción de edificaciones y de obras civiles, se habría deteriorado frente al registro del tercer trimestre (Gráfico 31). Lo anterior ocurre en un escenario donde las caídas de los precios internacionales de los bienes de capital, medidos en dólares, fueron más que contrarrestadas por la depreciación de la tasa de cambio nominal, por lo cual sus precios en pesos debieron aumentar. A este efecto se añade el choque negativo al ingreso nacional por cuenta de la caída de los términos de intercambio. Ambas circunstancias habrían desincentivado la demanda interna por este tipo de bienes.

En materia de comercio exterior, las cifras de exportaciones en dólares publicadas por el DANE con corte a noviembre muestran retrocesos importantes. Cuando se llevan a pesos constantes, también se aprecian caídas, aunque de menor magnitud. Esto es consistente con las cifras de cantidades exportadas de petróleo y de bienes mineros, así como con las de sacos de café reportadas por la Federación Nacional de Cafeteros (Fedecafé).

B. 13 principales áreas metropolitanas

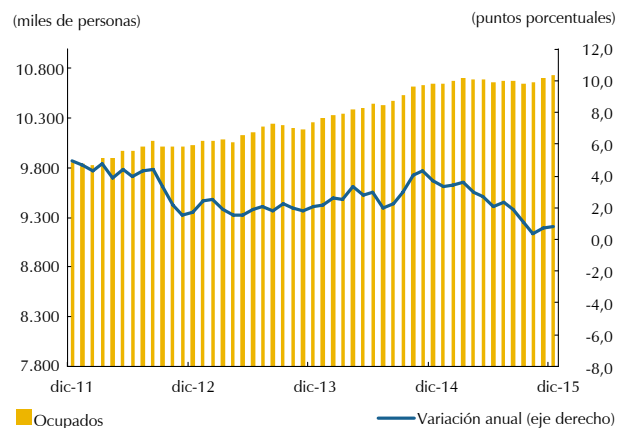
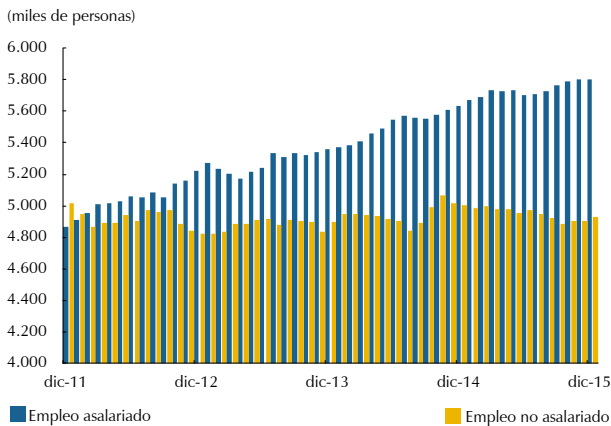
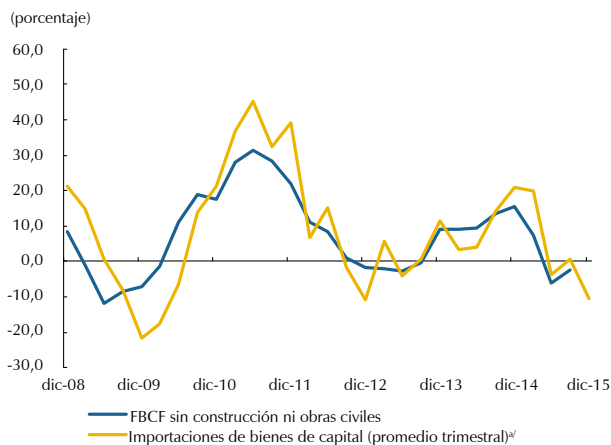


Gráfico 30
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 31
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 diciembre corresponde a una proyección del Banco de la República.
a/ Cifras llevadas a términos reales mediante cálculos del Banco de la República.
Fuente: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior).

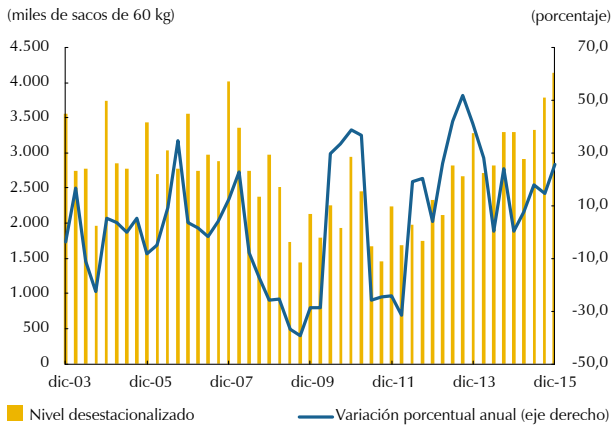
Algo similar habría sucedido en el caso de las importaciones. Las cifras en dólares también registraron fuertes contracciones en octubre y noviembre. Al convertirlas a pesos constantes, también se obtienen caídas de magnitud importante, incluso mayores que para el caso de las exportaciones. Los ajustes más fuertes se habrían registrado en los renglones de bienes de capital y de consumo durable, lo que sería consistente con el comportamiento que habría mostrado la demanda interna de transables durante el cuarto trimestre.

Por el lado de la oferta, aunque los indicadores disponibles sugieren un desempeño dispar de la actividad económica para el cuarto trimestre de 2015, también apuntan a que el ritmo de expansión del PIB se mantendría cerca a lo observado en lo corrido del año. Las noticias más favorables provienen del sector cafetero y la industria manufacturera. Por el contrario, la minería presenta un desempeño menos satisfactorio y el comercio ha mostrado un desplome en su comportamiento, como ya se mencionó.

De acuerdo con Fedecafé, la producción de grano siguió mostrando un dinamismo importante por encima de lo previsto hace tres meses y de la meta del gremio: entre octubre y noviembre tuvo una expansión anual de 25,6%, luego de incrementarse 14,7% en el tercer trimestre de 2015 (Gráfico 32). Como resultado, la producción de todo el año se situó en 14.175 miles de sacos de 60 kilogramos, lo que implicó un aumento de 16,8% frente a 2014. Por otra parte, el sacrificio de ganado reportó una recuperación, al incrementarse 3,0% anualmente en el bimestre octubre-noviembre, luego de observarse un aumento 2,2% durante el tercer trimestre.

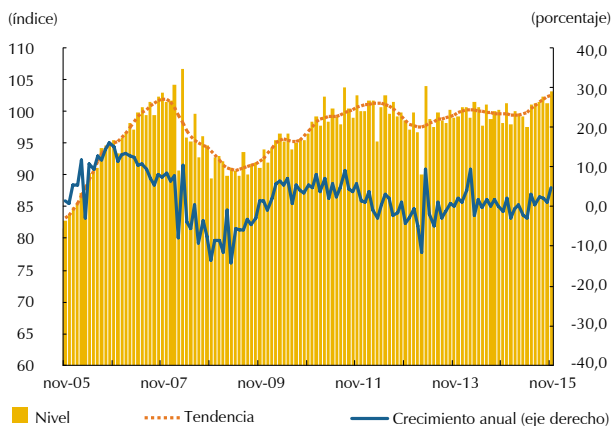
La industria habría entrado en un proceso gradual de recuperación que obedece en parte a la reapertura de Reficar. Según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, el total sectorial se expandió 4,8% en noviembre, y si se excluye la refinación de petróleo, el crecimiento fue de 2,6%. En lo corrido del año la industria total habría crecido 0,7% y sin refinación de petróleo 1,4%. El componente tendencial de ambas series mostró un aumento importante y confirma la recuperación del comportamiento sectorial (Gráfico 33). No obstante, se resalta que la heterogeneidad sectorial continúa: mientras que actividades relacionadas con la coquización, refinación de petróleo y mezcla de combustibles (17,4%), elaboración de bebidas (6,6%) y fabricación de productos farmacéuticos y sustancias químicas medicinales (11,1%), crecen significativamente por encima de la economía; otras

Gráfico 32
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



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

Gráfico 33
Producción industrial real total
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

restaron al crecimiento, como las industrias básicas de hierro y de acero (-12,9%), fabricación de maquinaria y equipo n. c. p. (-15,3%), fabricación de otros tipos de equipo de transporte (-24,0%) y las industrias de fabricación de aparatos y equipo eléctrico (-7,8%).

Por otro lado, con información a diciembre, la encuesta de Fedesarrollo mostró un leve aumento del indicador de pedidos y una reducción de las existencias que apuntan a que la recuperación continuaría. No obstante, las expectativas a tres meses cayeron. Cabe señalar que la volatilidad del indicador de expectativas ha aumentado en el último año y el componente tendencial se mantiene estable, por lo que es difícil tener certeza del rumbo de la percepción de los industriales. La confianza industrial a diciembre mejoró frente a lo observado un trimestre atrás. Además, de acuerdo con la *Encuesta de opinión empresarial* de la ANDI, la utilización de la capacidad instalada se sitúa en niveles cercanos al promedio histórico, y el clima de negocios presenta mejorías.

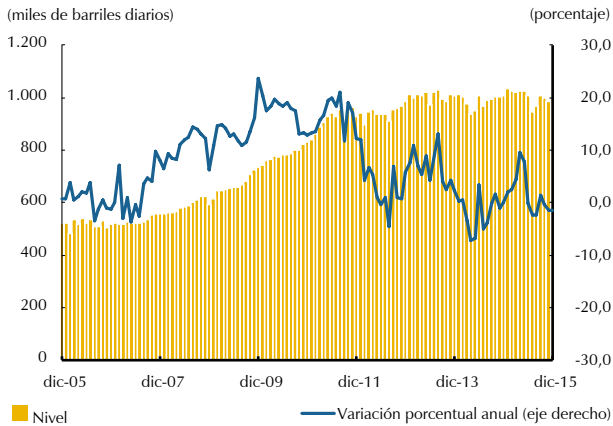
En lo que respecta a la minería, de acuerdo con cifras de la Asociación Colombiana de Minería (ACM), la producción año corrido a noviembre se situó en 72,3 millones de toneladas, lo que implicó una contracción anual de 1,5%⁴. Sin embargo, en el bimestre octubre-noviembre la caída fue menor (-0,8%). El panorama del sector es más preocupante al contrastar la información de exportaciones en volúmenes producidas por el DANE, en las cuales las ventas al exterior de este producto caen 14,9% y 16,2% para el bimestre julio-agosto y para el año corrido, respectivamente. Por otro

lado, aunque la producción de petróleo mejoró frente al trimestre anterior cuando se vio afectada por atentados a la infraestructura, la producción estuvo por debajo del millón de barriles diarios (993 mbd, frente a 972,7 mbd de un trimestre atrás). Pese a que esto representa una expansión de 2,1%, frente al mismo período del año anterior fue una caída de 1,1% (Gráfico 34).

Todo lo anterior permite prever que el crecimiento anual del PIB del cuarto trimestre se habría situado entre 2,6% y 3,6%, con 3,1% como cifra más probable. Este pronóstico supone una expansión del consumo público a un ritmo similar al registrado en promedio para los primeros tres trimestres del año. La amplitud

4 La ACM recopila alrededor del 92% de la información de la producción nacional.

Gráfico 34
Producción de petróleo
(nivel y crecimiento anual)



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

del rango de pronóstico es consistente con la incertidumbre relacionada con el desempeño del consumo del Gobierno y de las obras civiles.

En general, con la información disponible se puede afirmar que en 2015 se hizo evidente una moderación en el crecimiento de la demanda interna, tanto de la pública como de la privada. El consumo del Gobierno registró una expansión menor que la observada a lo largo de la década anterior. Algo similar sucedió con el gasto privado. En este último agregado los mayores ajustes se hicieron evidentes en la inversión, sobre todo en aquella de bienes de capital transables (maquinaria y equipo de transporte). El consumo de los hogares colombianos también se desaceleró, aunque en menor medida. La moderación del gasto privado

habría estado relacionada con la pérdida de poder adquisitivo del ingreso de las familias, esto último originado en los incrementos recientes de los precios de los bienes y servicios que componen la canasta de consumo de los hogares, además del choque de términos de intercambio y del menor dinamismo del mercado laboral.

Por su parte, el ajuste en la inversión, consistente con las nuevas realidades de tasa de cambio nominal y del financiamiento externo, estuvo concentrado, principalmente, en la de maquinaria y equipo, y en la de transporte. En contraste, la inversión en construcción, en particular la de obras civiles, se expandió a un buen ritmo, en un contexto de altos niveles de ejecución de recursos por parte de los gobiernos regionales y locales, así como por un buen desempeño de la inversión en distintos proyectos de infraestructura (aeropuertos y carreteras).

A pesar de la desaceleración de la economía colombiana, el ritmo de expansión del PIB puede considerarse como satisfactorio en un contexto donde el agregado de las economías de América Latina registró una contracción anual de 0,3%. El crecimiento pudo haber sido menor de no haber contado con un financiamiento externo que respaldara la expansión de la absorción. Reflejo de esto último es la ampliación del déficit en la cuenta corriente proyectado para todo 2015, como proporción del PIB (presentado en el capítulo I de este *Informe*).

Por el lado de la oferta, los sectores con mayores crecimientos durante todo 2015 serían construcción, servicios financieros y comercio. La industria y la agricultura habrían mostrado una aceleración importante frente a lo observado en 2014, con lo que la producción nacional habría mostrado algún grado de recomposición hacia los bienes transables. Así las cosas, para todo 2015 se prevé un crecimiento del 3,0%, contenido en un rango entre 2,8% y 3,2%.

Recuadro 1

COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA PRODUCCIÓN Y DEL COMERCIO INTERNACIONAL DEL SECTOR INDUSTRIAL

Alejandra Ximena González
Stefany Andrea Moreno
Juan Pablo Cote
Daniel Parra*

En los últimos cuatro años la industria en Colombia muestra un estancamiento que contrasta con el desempeño relativamente favorable que ha presentado la economía colombiana en conjunto. En términos de las cuentas nacionales producidas por el DANE, el sector manufacturero creció 0,3% en promedio entre 2012 y septiembre de 2015. Por el contrario, para los mismos períodos el PIB y la demanda interna reportaron expansiones de 4,2% y 5,0% en promedio, respectivamente. El pobre desempeño de la industria no solo atañe a Colombia, sino que es un fenómeno mundial, del cual nuestro país parece haber salido bien librado si se compara con sus pares en Latinoamérica (Cuadro R1.1). En Colombia, con particularidad, el pobre desempeño industrial se ha asociado, en parte, con la apreciación del peso (experimentada de manera principal entre 2012 y 2013) y a la pérdida de competitividad que esto habría acarreado. Sin embargo, dicho fenómeno se revirtió en el último año con la devaluación del tipo de cambio experimentada en 2015. El objetivo del presente recuadro es analizar si la actual tendencia de la tasa de cambio ha influido de alguna manera en el comportamiento reciente de la producción industrial.

La devaluación del peso podría tener efectos sobre la producción industrial en dos formas: en primer lugar, con el

Cuadro R1.1
Producción industrial real
(variación anual)

	2014	Ene-nov 2015
México	2,56	1,04
Chile	0,33	(0,01)
Perú	2,35	2,74
Brasil	(2,87)	(7,95)
Colombia	1,53	0,61
Argentina	(1,84)	0,01

Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

* Los autores son economistas del Centro de Estudios sobre Economía Industrial e Internacional del Banco de la República, Sucursal Cali y del Departamento de Programación e Inflación en Bogotá. Los comentarios y opiniones son responsabilidad exclusiva de los autores y su contenido no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

incremento en el costo de las importaciones se habría generado una disminución de las compras externas en ciertos sectores y, posiblemente, una sustitución de estas por producción nacional; en segundo lugar, el aumento de los ingresos de los exportadores (en pesos), como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio, podría generar un incentivo para que la industria aumente su producción con el fin de incrementar sus ventas hacia el exterior.

La información más reciente de la Encuesta Mensual Manufacturera (con datos a noviembre de 2015) señala que la producción industrial total y la producción sin refinación de petróleo crecen, en lo corrido del año, 0,7% y 1,4%, respectivamente. Pese al mejor desempeño reciente (4,8% y 2,6% en noviembre para el total y sin refinación, respectivamente), la heterogeneidad sectorial continúa. Mientras que coquización, refinación de petróleo, y mezcla de combustibles (17,4%), elaboración de bebidas (6,6%) y fabricación de productos farmacéuticos y sustancias químicas medicinales (11,1%) se expanden de manera importante, otras actividades como las industrias básicas de hierro y de acero (-12,9%), fabricación de maquinaria y equipo n.c.p. (-15,3%), fabricación de otros tipos de equipo de transporte (-24,0%) y las industrias de fabricación de aparatos y equipo eléctrico (-7,8%) caen de modo significativo.

La evidencia indica que la industria también presenta una alta heterogeneidad sectorial en términos del comercio internacional. Un vistazo a las cifras del crecimiento anual entre 2014 y 2015 de las cantidades exportadas e importadas (año corrido a noviembre) permite observar que hay sectores con expansiones importantes, pero asimismo otros con contracciones significativas en ambos componentes de la balanza comercial (Cuadro R1.2). En exportaciones, al observar los cambios en las cantidades vendidas al exterior, se destacan los crecimientos de los sectores de elaboración de aceites y fabricación de carrocerías, mientras que son notables las disminuciones registradas en fabricación de vidrio y de otro tipo de equipo de transporte. Con respecto a las importaciones, son significativos los crecimientos en los sectores de elaboración de productos lácteos y producción de bebidas, en tanto que se registraron descensos importantes en las cantidades importadas en elaboración de productos de molinería, de azúcar y de panadería.

El Cuadro R1.2 presenta información relevante para analizar la hipótesis de sustitución de importaciones. De manera particular, habría evidencia de este proceso en aquellos sectores para los cuales se observa crecimiento de la producción industrial y disminución en las cantidades importadas (en toneladas) en lo corrido del año. Lo anterior es cierto para 9 de

Cuadro R1.2
Crecimiento anual año corrido, enero-noviembre de 2015

Ramaz	Producción industrial	Importaciones			Exportaciones		
		Valor en dólares	Valor en pesos	Cantidades (toneladas)	Valor en dólares	Valor en pesos	Cantidades (toneladas)
Procesamiento y conservación de carne, pescado, crustáceos y moluscos	7,2	(13,4)	18,1	(1,3)	(20,5)	9,7	(11,9)
Elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal	5,0	(13,9)	15,3	12,7	69,5	146,6	121,2
Elaboración de productos lácteos	2,1	26,5	70,1	65,2	(34,0)	(8,9)	(23,3)
Elaboración de productos de molinería, almidones y sus derivados	(0,7)	(58,7)	36,9	(64,4)	3,9	41,7	13,7
Elaboración de azúcar y panela	0,9	(51,3)	(40,5)	(68,5)	1,8	40,4	11,0
Elaboración de productos de panadería	1,7	(53,6)	(38,3)	(50,7)	(13,6)	19,1	(8,6)
Elaboración de alimentos preparados para animales	14,6	6,3	46,3	1,6	(33,7)	(10,0)	(14,3)
Elaboración de bebidas	4,4	23,1	72,3	120,6	(4,3)	30,5	(15,3)
Hilatura, tejeduría y acabado de productos textiles	(8,3)	(15,3)	17,0	(2,8)	(18,1)	11,8	(10,1)
Confección de prendas de vestir	3,3	(17,8)	14,4	(13,1)	(7,0)	27,3	2,3
Curtido y recurtido de cueros, recurtido y teñido de pieles	(4,6)	(22,6)	6,3	46,7	(16,7)	11,7	5,9
Fabricación de artículos de viaje, bolsos de mano y artículos similares en cuero	11,3	(25,8)	0,8	(27,2)	(6,8)	28,0	(7,8)
Fabricación de calzado	(7,2)	(17,4)	14,0	(11,4)	(9,9)	23,3	6,6
Transformación de la madera y sus productos	8,1	(16,0)	14,8	(7,8)	2,7	41,5	(27,4)
Fabricación de papel, cartón y sus productos	4,2	(11,6)	21,3	(7,3)	(18,4)	11,0	(11,5)
Actividades de impresión	1,4	21,6	70,0	(16,7)	(25,0)	(0,3)	(7,7)
Coquización, refinación de petróleo, y mezcla de combustibles	(5,1)	(34,6)	(10,4)	9,1	(54,1)	(37,7)	(16,3)
Fabricación de sustancias químicas básicas y sus productos	6,9	(12,8)	22,5	5,1	(19,2)	16,0	(11,9)
Fabricación de otros productos químicos	3,0	(3,0)	32,8	4,8	11,2	54,6	4,1
Fabricación de jabones y detergentes, perfumes y preparados de tocador	(3,9)	(7,7)	26,2	(6,5)	(10,3)	22,4	(2,2)
Fabricación de productos farmacéuticos, sustancias químicas medicinales	2,6	0,5	37,9	11,9	(3,8)	31,8	(9,4)
Fabricación de productos de caucho	(10,2)	(14,1)	17,2	(7,3)	(15,3)	14,2	(29,7)
Fabricación de productos de plástico	4,9	(8,5)	25,2	(0,0)	(5,0)	30,3	(0,3)
Fabricación de vidrio y productos de vidrio	(2,9)	(8,5)	25,1	5,5	(29,7)	(3,5)	(53,4)
Fabricación de productos minerales no metálicos n. c. p.	1,9	(1,0)	36,3	41,2	(18,6)	11,4	(14,3)
Industrias básicas de hierro y de acero	(2,0)	(23,7)	4,2	(2,7)	(31,9)	(7,2)	(22,3)
Industrias básicas de metales preciosos y no ferrosos	6,1	(13,8)	17,5	(6,3)	(11,8)	(3,0)	3,2
Fabricación de productos elaborados de metal	(3,3)	(11,7)	20,4	(2,1)	(4,2)	31,3	(6,6)
Fabricación de aparatos y equipo eléctrico	(3,8)	(18,2)	12,0	(11,8)	2,8	40,7	5,3
Fabricación de maquinaria y equipo n. c. p.	(2,3)	(10,4)	22,7	(7,1)	(17,6)	12,6	(10,0)
Fabricación de vehículos automotores y sus motores	(4,4)	(31,4)	(6,5)	(24,8)	(11,0)	21,6	3,4
Fabricación de carrocerías para vehículos automotores, remolques	(16,1)	(18,6)	12,4	2,1	127,9	197,4	127,0
Fabricación de partes, piezas (autopartes) y accesorios (lujos) para vehículos	(9,1)	(11,6)	20,6	(0,4)	(17,2)	13,0	(12,5)
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	(4,7)	5,7	42,3	9,5	(17,2)	16,4	(68,5)
Fabricación de muebles, colchones y somieres	(3,7)	(19,4)	10,2	(17,4)	(9,4)	24,6	(13,8)
Otras industrias manufactureras	(9,8)	(8,5)	26,0	(9,1)	0,4	38,7	(0,8)

n. c. p.: no clasificados previamente.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

los 36 sectores de la industria que se analizan (sombreados en amarillo). No obstante, los sectores para los cuales parece haber evidencia de sustitución de importaciones solo suman el 17,3% de la producción industrial según las ponderaciones obtenidas a partir del IPI.

En lo que se refiere a las exportaciones, se observan aumentos en la producción relacionados con incrementos en las cantidades exportadas (en toneladas) en cinco sectores (sombreados en gris en el Cuadro R1.2). En el resto de los sectores se presentan retrocesos o, en contados casos, aumentos muy moderados en las ventas externas reales que no van acompañados de crecimientos en la producción.

Al analizar la producción sectorial frente a sus respectivos pares en las ventas y compras internacionales en el período enero-noviembre de 2015, se encuentra que la producción no está sistemáticamente relacionada con los componentes del comercio internacional. Aunque el coeficiente de correlación con el crecimiento de la producción, tanto para exportaciones como para importaciones, es positivo, el resultado no es estadísticamente significativo¹. Este resultado es similar al informado por Carranza *et al.* (2013)², quienes encuentran que no hay evidencia de correlación entre importaciones y producción (Gráfico R1.1).

El Cuadro R1.3 muestra las variaciones anuales de las exportaciones e importaciones por destinos entre 2014 y 2015, en el período junio-noviembre. Se observa que, por destinos, a pesar de la caída del comercio en dólares, la variación en pesos corrientes es positiva. Mientras las exportaciones y las importaciones en promedio caen alrededor del 14% en dólares, hay un crecimiento de más del 20% en pesos. Este hecho indica que, como consecuencia de la devaluación, los ingresos de los exportadores aumentaron de forma significativa. No obstante, lo anterior no necesariamente implica que las ganancias de las firmas exportadoras se han incrementado pues, como puede observarse en el mismo cuadro, el valor en pesos de las importaciones del sector también crecieron. Ello sugiere que parte de los costos de las firmas intensivas en insumos y materias primas del sector importadas también se han aumentado, contrarrestando al menos hasta cierto punto el aumento de los ingresos. De hecho, según la encuesta de opinión industrial de la ANDI, los empresarios

1 Se realizaron las correlaciones cruzadas de la producción real respecto al comercio en volúmenes y en dólares y se obtuvieron resultados similares, excepto para las ramas manufactureras de textiles y confecciones y productos de plástico, para las cuales se encontró una correlación positiva y significativa entre importaciones y producción; también se observa que la industria crece y las importaciones caen en 2015.

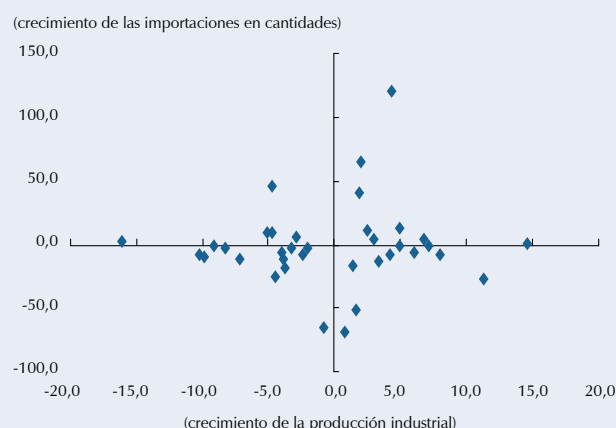
2 Carranza, J. E., González, A. y Serna, N. "La relación entre la producción y el comercio exterior de la industria manufacturera colombiana (2000-2010)". *Borradores de Economía*, núm 806, Banco de la República, 2014.

Gráfico R1.1
Diagramas de dispersión para el comercio en volúmenes contra la producción en términos reales por ramas (variaciones anuales, acumulado enero-noviembre de 2015)

A. Exportaciones



B. Importaciones



Fuente: cálculos del Banco de la República.

elevaron su preocupación sobre la problemática relacionada con el tipo de cambio, lo que posiblemente refleja el hecho de que con la depreciación se han elevado sus costos de producción (Gráfico 1.2).

Por supuesto, se debe mencionar que el retroceso de la producción de la industria manufacturera en Colombia durante los últimos dos años no solo obedece al comportamiento del tipo de cambio, sino también a otros choques, tanto de oferta como de demanda. De manera particular, el cierre de la Refinería de Cartagena (Reficar) durante 2014 y 2015, una menor demanda externa, una demanda interna menos dinámica y, en algún grado, la competencia de las importaciones son otros choques que afectaron a la industria en el período reciente. A lo anterior se suma el deterioro del comercio con Venezuela y Ecuador, evidente en la caída de las exportaciones en dólares hacia estos destinos (Cuadro R1.3), el cual constituye

Cuadro R1.3

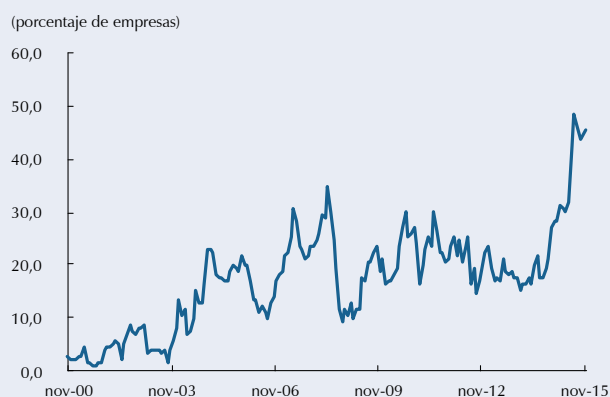
Variaciones anuales de las exportaciones e importaciones por destinos, acumulado junio-noviembre de 2015

País	Exportaciones		Importaciones	
	Valor en dólares	Valor en pesos	Valor en dólares	Valor en pesos
Estados Unidos	0,2	47,0	(16,1)	23,2
Zona Euro	(2,3)	43,4	(10,3)	31,6
China	(21,5)	15,2	(12,6)	28,3
Panamá	4,7	53,7	(5,6)	38,5
México	22,9	80,4	(29,4)	3,6
Brasil	(24,4)	11,0	(10,2)	31,9
Suiza	59,5	134,1	(2,4)	43,3
Singapur	(29,7)	3,1	12,9	65,8
Corea del Sur	(14,9)	24,9	(23,5)	12,3
Ecuador	(30,6)	1,9	(33,6)	(2,6)
Perú	(4,3)	40,5	(23,7)	12,0
Japón	5,9	55,4	(13,4)	27,0
Chile	5,0	54,1	(31,5)	0,5
Venezuela	(51,4)	(28,7)	(62,7)	(45,2)
Costa Rica		45,3	7,5	57,8
Promedio ponderado	(13,3)	27,2	(14,9)	24,9
Promedio ponderado (sin Ecuador)	(10,2)	31,8	(14,5)	25,5
Promedio ponderado (sin Venezuela)	(6,6)	37,1	(14,7)	25,2
Promedio ponderado (sin Ecuador ni Venezuela)	(1,3)	44,9	(14,3)	25,8

Nota: la inflación corresponde a la variación anual de los índices de precios reportados por el FMI (última actualización a octubre de 2015). El cálculo para Ecuador no incluye el efecto de las medidas arancelarias que disminuyen el precio real recibido por los exportadores colombianos. La industria manufacturera se clasifica según CIU REV 4, sin incluir petroquímicas ni metales. Promedio ponderado por la participación en el comercio del año 2014.

Fuentes: DIAN, DANE, IMF y bancos centrales; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.2
Problemas de los industriales asociados al tipo de cambio de la encuesta de opinión industrial de la ANDI



Fuente: ANDI.

un choque de demanda con significativos efectos sobre la dinámica de la industria en los últimos meses.

A la fecha no existe evidencia que soporte la hipótesis de que la depreciación del tipo de cambio haya impactado de forma significativa el comercio exterior del sector industrial de Colombia. Se espera, sin embargo, que la depreciación acumulada en 2015, que favorece la competitividad de la industria nacional, permita en alguna medida sustituir algunas importaciones en 2016. Asimismo, se espera que la reapertura de Reficar promueva una expansión del sector industrial durante 2016, ya que se estima que estará operando al cien por ciento de su capacidad en el primer trimestre del año.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

En el último trimestre del año la inflación anual al consumidor mantuvo una marcada tendencia al alza, con resultados que superaron los pronósticos efectuados en el anterior *Informe sobre Inflación*.

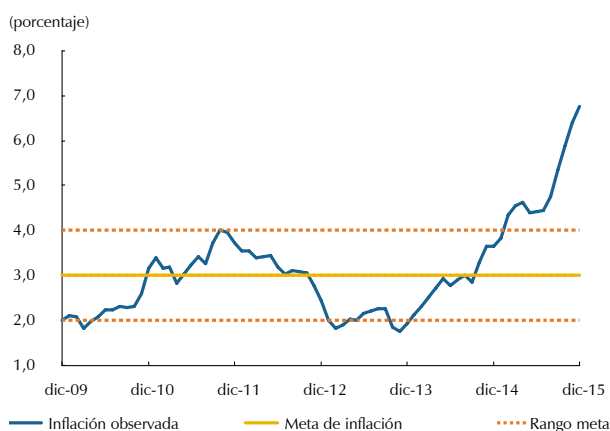
Las presiones alcistas se siguen concentrando en un amplio conjunto de bienes y servicios. El promedio de los indicadores de inflación básica siguió aumentado y a finales de año se situó por encima de la meta de largo plazo establecida por la Junta Directiva del Banco de la República.

En los últimos meses las principales presiones inflacionarias volvieron a originarse en la depreciación acumulada del peso y en el choque a la oferta agropecuaria, ocasionada por la intensificación del episodio de El Niño.

Hay señales que apuntan a una aceleración de los costos de producción, pese a la caída de los precios internacionales de las materias primas, y a una activación de los mecanismos de indexación.

Durante 2015 la inflación anual al consumidor presentó una fuerte tendencia ascendente que se hizo más pronunciada en el cuarto trimestre, cuando pasó de 5,35% en septiembre a 6,77% en diciembre (Cuadro 6). En general, a lo largo de todo el año la inflación tendió a superar los pronósticos de los analistas del mercado y del equipo técnico del Banco de la República y los últimos tres meses no fueron la excepción. El dato de diciembre es el mayor desde enero de 2009 (7,18%) y con él se completaron cinco trimestres en los cuales el indicador se mantuvo por encima de la meta puntual del 3,0% y once meses desde que superó el techo del rango meta (2,0% a 4,0%) (Gráfico 35 y Cuadro 6).

Gráfico 35
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Como se mencionó en el Informe anterior, dos factores explican el fuerte aumento de la inflación durante 2015, incluido el cuarto trimestre. En primer lugar, la

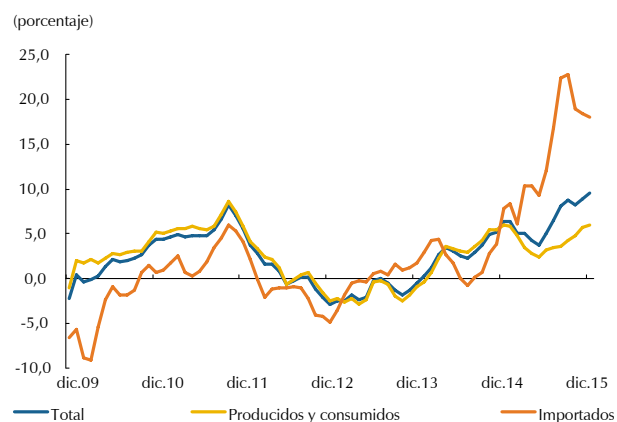
Cuadro 6
Indicadores de inflación al consumidor
(a diciembre de 2015)

Descripción	Dic-14	Jun-15	Sep-15	Oct-15	Nov-15	Dic-15
Total	3,66	4,42	5,35	5,89	6,39	6,77
Sin alimentos	3,26	3,72	4,58	4,75	5,05	5,17
Transables	2,03	4,17	5,90	6,42	6,92	7,09
No transables	3,38	3,98	4,27	4,34	4,39	4,21
Regulados	4,84	2,55	3,30	3,14	3,66	4,28
Alimentos	4,69	6,20	7,30	8,80	9,81	10,85
Perecederos	16,74	10,73	14,95	21,54	23,31	26,03
Procesados	2,54	6,00	6,71	7,39	8,56	9,62
Comidas fuera del hogar	3,51	4,45	4,73	5,28	5,67	5,95
Indicadores de inflación básica						
Sin alimentos	3,26	3,72	4,58	4,75	5,05	5,17
Núcleo 20	3,42	4,24	4,73	4,94	5,23	5,22
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	2,76	4,54	5,28	5,54	5,85	5,93
Inflación sin alimentos ni regulados	2,81	4,06	4,95	5,21	5,45	5,42
Promedio de todos los indicadores	3,06	4,14	4,89	5,11	5,40	5,43

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

significativa depreciación acumulada del peso frente al dólar y otras monedas, la cual se ha transferido a un amplio grupo de bienes y servicios, incluyendo varios de naturaleza no transable, con un efecto bien sea directo o indirecto mediante un aumento de los costos de producción. En segundo lugar, el choque de oferta ocasionado por la presencia de un fenómeno de El Niño de intensidad fuerte desde hace varios meses, el cual ha afectado la productividad del sector agropecuario y probablemente ha producido cambios en la estacionalidad de las cosechas, al provocar un aplazamiento de las decisiones de inversión de los agricultores y ganaderos.

Gráfico 36
IPP por procedencia
(variación anual)

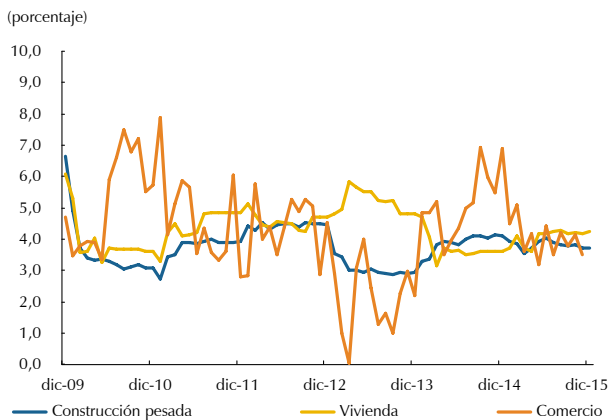


Fuente: DANE.

Estos dos fenómenos han generado presiones alcistas que han prevalecido sobre las presiones a la baja que se esperaría observar con la caída de los precios internacionales de las materias primas. Por ello, los costos de producción no laborales de los bienes y servicios de consumo se ajustaron a un ritmo importante a lo largo de 2015, tal y como lo sugiere el índice de precios al productor (IPP) (Gráfico 36).

En particular, entre septiembre y diciembre la inflación anual al productor de oferta interna (producidos y consumidos más importados) pasó de 8,7% a 9,6%. En estos últimos meses las presiones alcistas se concentraron en los bienes producidos y consumidos localmente, sobre todo en los bienes de origen agropecuario, como

Gráfico 37
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

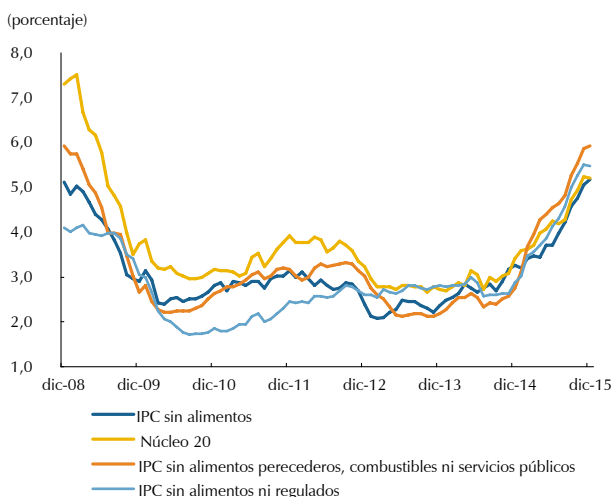
En el cuarto trimestre, al igual que en el resto de 2015, las presiones de demanda sobre los precios fueron moderadas. Esto se infiere del relativamente bajo crecimiento de la demanda en este período y de lo sugerido por las estimaciones de la brecha del producto, que se muestran en el capítulo IV de este Informe.

En cuanto a los costos laborales, estos no presionaron la inflación al alza durante el año 2015. Efectivamente, con información a noviembre y diciembre, los salarios seguían mostrando ajustes anuales compatibles con el rango meta de inflación. Los de la construcción pesada (3,7%) y de vivienda (4,2%) se mantuvieron sin cambios de importancia durante el cuarto trimestre. Los del comercio al por menor, por su parte, incluso disminuyeron su ritmo de ajuste con respecto a septiembre, y se situaron en 3,5% en noviembre (Gráfico 37). En general, la dinámica de los ajustes salariales en 2015 no explicaría la aceleración de la inflación en este año.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de la República continuó su tendencia ascendente durante el cuarto trimestre de 2015 y cerró diciembre en 5,43%, frente al 4,89% de septiembre pasado y al 3,06% de diciembre de 2014 (Cuadro 6). El nivel actual es el más alto desde febrero de 2009. Todos los indicadores superaron en diciembre el rango meta de inflación de largo plazo y todos aumentaron con respecto a septiembre, siendo el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos el que alcanzó el mayor nivel (5,93% de diciembre frente a 5,28% de septiembre), mientras el IPC sin alimentos registró el de menor nivel (5,17% de diciembre frente a 4,58% en septiembre) (Cuadro 6, Gráfico 38).

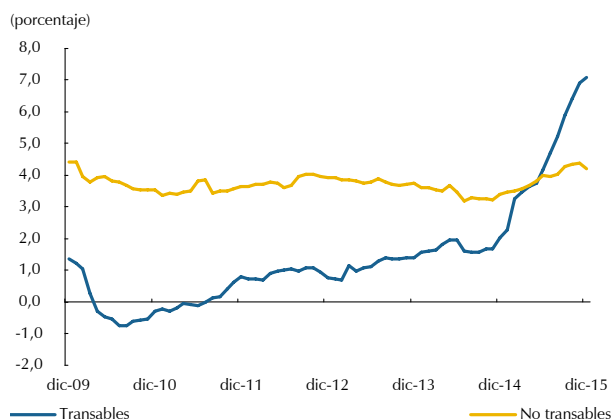
Gráfico 38
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

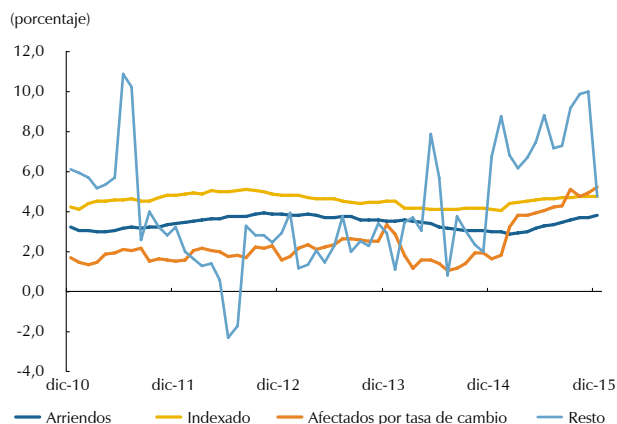
El aumento del IPC sin alimentos, en particular durante el cuarto trimestre, se explicó por incrementos en las variaciones anuales de los componentes de transables (sin alimentos ni regulados) y de regulados. Por el contrario, el grupo de los no transables (sin alimentos ni regulados) presentó un leve descenso (Cuadro 6, gráficos 39 y 40).

Gráfico 39
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 40
Inflación anual de no transables
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

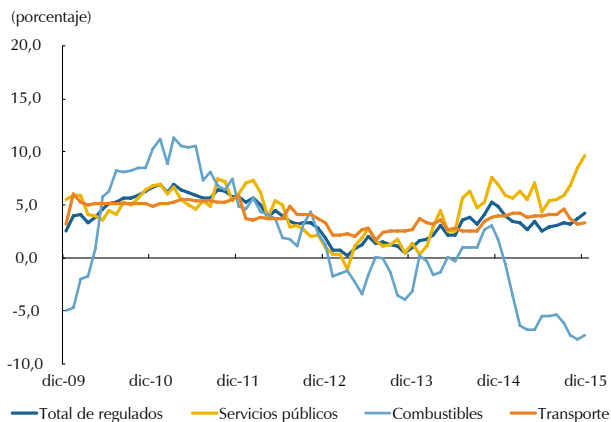
El IPC de transables sin alimentos ni regulados viene aumentando sin interrupción desde agosto del año 2014, y cerró 2015 en 7,09% (frente al 5,9% de un trimestre atrás). El principal efecto de la depreciación hacia los precios al consumidor se ha sentido en esta subcanasta, como era de esperarse. Los resultados a diciembre, así como los de los meses anteriores, tendieron a superar los pronósticos del equipo técnico del Banco y esto, en buena parte, puede atribuirse a una depreciación observada mayor que la prevista.

Sin embargo, el grado de transmisión de las variaciones del tipo de cambio a los precios transables no necesariamente está siendo mayor que en algunos episodios anteriores, sobre todo teniendo en cuenta que en la actualidad el lapso de la depreciación ha sido más prolongado e intenso y parece ser de carácter permanente. Así, desde julio de 2014 hasta diciembre de 2015, mientras la tasa de cambio peso-dólar acumuló un aumento de 74,6%, el incremento de precios transables sin alimentos ni regulados fue del 8,0%; lo que implica una elasticidad de los precios de los transables al tipo de cambio de 11,0%. Esta medición todavía es inferior a la elasticidad del episodio de depreciación observado entre abril de 2002 y septiembre de 2003 (32,0%).

Como viene sucediendo hace varios trimestres, durante el cuarto las alzas volvieron a ser generalizadas en la subcanasta de transables. En particular, sobresalieron las de vehículos, estufas, lavadoras, algunos productos del cuidado personal y joyería en oro y plata, las cuales cerraron diciembre con variaciones anuales que superaron el 14,0%.

Por su parte, los regulados, la otra subcanasta que presionó la inflación, cerró en diciembre con una variación anual de 4,28%, frente al 3,30% de septiembre, pero por debajo de la de diciembre de 2014 (4,84%). El repunte durante el último trimestre se le atribuye en especial a los incrementos observados en los servicios públicos (de 5,9% en septiembre a 9,7% en diciembre), en particular en acueducto y energía. En el primer caso, el incremento fue resultado de la activación del mecanismo de indexación contemplado por la fórmula de regulación, según la cual cada vez que se acumula 3,0% de inflación desde el último reajuste, se autoriza un incremento de dichas tarifas en una magnitud similar. En el caso de la energía, el mayor costo de generación de las térmicas, por efecto de El Niño, explican el alza durante los últimos meses. Asimismo, los ajustes anuales de las tarifas de gas (21,5%) terminaron el año 2015 en un nivel muy alto, reflejando los problemas de oferta y los cuellos de botella en el transporte.

Gráfico 41
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los otros dos componentes del IPC de regulados: el transporte y los combustibles, presentaron caídas en el ritmo de ajuste anual de sus precios. En el caso de los combustibles el registro de diciembre (-7,3%) terminó siendo más negativo que el registrado en septiembre pasado (-6,2%) y menor al de diciembre de 2014 (1,8%) (Gráfico 41). La caída en el precio de los combustibles en el año completo ocurrió, pese a la fuerte depreciación del peso y fue, en parte, resultado de la decisión del Gobierno Nacional de disminuir el precio de la gasolina en 300 pesos a comienzo de 2015, pero también tiene su explicación en el desplome del precio internacional del petróleo. El transporte, por su parte, se benefició de la caída en los precios de los combustibles y cerró 2015 con un ajuste anual de 3,3%, inferior a lo registrado en septiembre (4,6%) y diciembre de 2014 (4,0%).

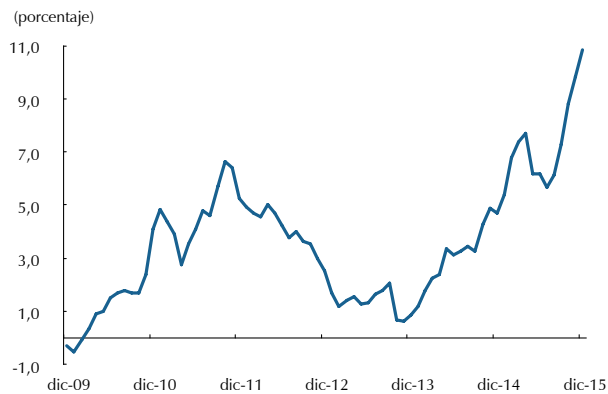
En contraste con las dos subcanastas anteriores, la variación anual del IPC de los no transables sin alimentos ni regulados decreció en los últimos tres meses de 2015, quebrando así la tendencia ascendente que había mostrado en los primeros tres trimestres del año. En diciembre su variación anual fue de 4,21% (algo menor que lo esperado en el *Informe* anterior) cuando en septiembre lo hacía en 4,27% y en diciembre del año pasado en 3,38% (Cuadro 6 y Gráfico 39).

La caída de los no transables en el último trimestre se explica, fundamentalmente, por la desaceleración en la variación anual del IPC de servicios relacionados con la diversión (que incluye boletas de fútbol) desde 9,2% en septiembre a 4,8% en diciembre. Esta caída se concentró en el mes de diciembre porque los aumentos en las boletas para las finales de fútbol colombiano fueron inferiores a los observados un año atrás. En este sentido, dicho movimiento obedece a la reversión de un choque observado hace un año, que en principio era transitorio, y por tanto no debería comportar un quiebre permanente en la tendencia de este agregado.

En contraste, los arriendos aumentaron de 3,6% en septiembre a 3,8% en diciembre. A su vez, el subgrupo de los rubros más sensibles al tipo de cambio (5,2%) y los ítems con mayor propensión a ser indexados (4,7%) no mostraron cambios de importancia durante el último trimestre de 2015, pero sí con respecto a diciembre de 2014 (cuando crecían a un ritmo de 1,6% y 4,1%, respectivamente).

En esta ocasión, al igual que en los trimestres anteriores, el aumento de la variación anual de los no transables durante los tres primeros trimestres del año ocurrió en ausencia de presiones importantes de demanda, tal como lo sugiere la estimación de una brecha del producto cercana a cero (véase capítulo IV). La tendencia alcista de esta canasta a lo largo del año tendría su explicación, además de la depreciación del peso, en el aumento de los costos no laborales, en unas mayores expectativas de inflación y en la activación de los mecanismos de indexación.

Gráfico 42
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

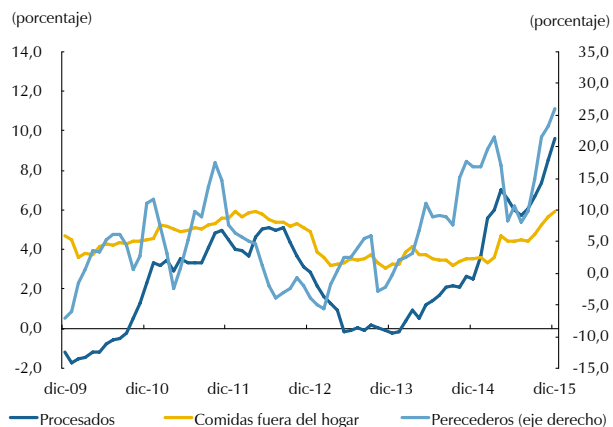
Luego de la caída de la inflación anual de los alimentos entre mayo y julio pasado, este grupo retomó la senda ascendente que traía desde comienzos de 2014. De esta manera los alimentos cerraron 2015 con un ajuste anual de 10,9%, superando los registros de septiembre (7,3%) y diciembre de 2014 (4,7%). La variación anual del IPC de este componente superó las proyecciones contempladas en los *Informes sobre Inflación* de trimestres anteriores (Gráfico 42).

Desde enero de 2009 (12,2%) no se registraba una variación anual de dos dígitos para el IPC de alimentos. El alto nivel que este indicador ha registrado en los últimos meses y su tendencia ascendente está reflejando,

tanto el efecto del fenómeno de El Niño, como de la depreciación del tipo de cambio. El actual evento de El Niño, considerado de intensidad fuerte por la agencias meteorológicas internacionales, disminuyó las precipitaciones en la zonas de producción agrícola del país, desestimulando las nuevas siembras y reduciendo la productividad de los cultivos y del sector bovino, especialmente. Así mismo, el temor a su impacto negativo en la productividad parece haber provocado un aplazamiento de las siembras en el caso de varios productos y regiones. Ese evento climático viene impulsando con fuerza los precios de los alimentos perecederos en general (hortalizas, frutas y tubérculos), los cuales terminaron el año con una variación anual de 26,0% (Cuadro 6 y Gráfico 43).

Por su parte, la fuerte depreciación acumulada del peso con respecto al dólar impulsó los precios de los alimentos procesados hasta 9,6% en diciembre (Gráfico 43). Estos rubros fueron impactados porque son altamente transables, bien por

Gráfico 43
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

ser de origen importado o con un alto porcentaje de insumos importados o porque pueden exportarse. Dicho aumento se observó, a pesar de la caída generalizada de los precios internacionales de los alimentos, lo cual habría evitado que la transmisión de la depreciación a estos precios fuese mayor. Dentro de este grupo los rubros más afectados por el tipo de cambio han sido los de grasas y aceites, cereales, azúcar y carne de pollo. Por su parte, la variación anual del IPC de comidas fuera del hogar (6,0%) superó el registro de septiembre (4,7%) y diciembre de 2014 (3,5%), reflejando los mayores precios de los alimentos, los servicios públicos y probablemente también las alzas en los arriendos. Además, en estas estas alzas es posible que la indexación haya empezado a ejercer algún impacto (Gráfico 40).

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

El pronóstico de crecimiento para 2016 se redujo a 2,7%, con un rango entre 1,5% y 3,2%. Se estiman ajustes adicionales en la inversión y el consumo dada la prolongación de los choques que sobre el ingreso nacional tiene el deterioro de los términos de intercambio.

Se espera que la depreciación acumulada del peso contribuya a dinamizar varias de las ramas productivas transables en 2016. Adicionalmente, la industria recibirá un choque positivo importante por la entrada en pleno funcionamiento de la refinería de Cartagena.

El pronóstico central de inflación anual al consumidor para los próximos ocho trimestres se incrementó en este *informe sobre inflación*.

Se espera que la inflación al consumidor empiece a descender una vez las condiciones domésticas alteradas por el fenómeno del niño comiencen a normalizarse, algo que debería suceder entre el segundo y tercer trimestre de este año.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2016

Los pronósticos de crecimiento económico para 2016 presentados en este *Informe* fueron revisados a la baja con respecto a lo publicado en la versión anterior del *Informe sobre Inflación*. Según las proyecciones más recientes realizadas por el equipo técnico del Banco de la República, en este nuevo año el ritmo de expansión de la economía colombiana presentaría una desaceleración adicional, en medio de un contexto internacional en el que la demanda externa se recuperaría a un paso más lento que lo esperado, los precios de los principales bienes básicos exportados por Colombia registrarían nuevas caídas y el acceso al crédito externo se encarecería por cuenta de un incremento de las primas de riesgo de las economías emergentes y de un aumento de las tasas de interés de la Reserva Federal (Fed) en los Estados Unidos. Todo lo anterior tendería a reducir los flujos de capital hacia el país, lo que a su vez se vería reflejado en la disminución del déficit en la cuenta corriente proyectado para 2016, tal como se mostró en el capítulo I de este *Informe*.

Los pronósticos de crecimiento económico para 2016 fueron revisados a la baja con respecto al Informe anterior.

Acorde con las proyecciones del escenario central de balanza de pagos de este *Informe*, el pronóstico de crecimiento para 2016 supone una caída adicional de los precios internacionales del crudo a niveles que rondarían los USD 35 por barril, cifra significativamente por debajo de los USD 55 proyectados en el *Informe* anterior. Este retroceso tendría efectos negativos sobre el índice de términos de

Las caídas en los precios de los bienes básicos exportados por Colombia continuarían debilitando los términos de intercambio y el ingreso nacional.

intercambio, sobre el ingreso nacional y, por ende, sobre la actividad económica. Asimismo, dadas las fuertes caídas de los precios de los bienes básicos, se estima una reducción importante de la IED, sobre todo de aquella dirigida al sector mineroenergético, que no sería compensada completamente por mayores flujos hacia otros sectores como el de infraestructura, o por los recursos provenientes de la venta de Isagén. De acuerdo con lo expuesto en el capítulo I, también se estima una reducción del financiamiento neto por concepto de inversión de cartera frente a 2015, siguiendo las proyecciones de menores entradas de capital extranjero hacia el mercado de deuda pública local y una menor colocación de bonos en los mercados internacionales, tanto por parte del sector público, como por el sector privado.

Así las cosas, para la economía colombiana se prevé que en 2016 las mayores restricciones al financiamiento externo limiten las posibilidades de expansión de la demanda interna. En particular, se anticipa un peor desempeño del gasto en formación bruta de capital, sobre todo de aquel con alta participación de bienes importados. Por tanto, los pronósticos de crecimiento del PIB de este *Informe* contemplan una contracción de la inversión en maquinaria y equipo, y en equipo de transporte. En lo que a estos rubros respecta, la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal, la transmisión de los recientes cambios de la postura monetaria en Colombia a las tasas de interés de mercado, y un eventual deterioro adicional de la confianza de los agentes de la economía tendrían efectos reales sobre el desempeño de la inversión en este tipo de bienes.

Por su parte, el gasto en inversión en construcción se expandiría a un ritmo mayor que el del resto de la formación bruta de capital fijo. A pesar de ello, su dinámica sería menor que la registrada en 2015. En principio, la segunda versión del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE 2.0), propuesto por el Gobierno Nacional, contribuiría a que se consolide una expansión aceptable de la construcción de vivienda. A ello también ayudaría la ampliación del subsidio a la tasa de interés para compra de vivienda nueva. Entretanto, las obras civiles continuarían aportando de manera positiva a la expansión del PIB, aunque a un ritmo menor que el de 2015. Al respecto, para 2016 se prevé que continúe la ejecución de recursos ya comprometidos en distintos proyectos de inversión en infraestructura vial y aeroportuaria que se vienen adelantando a lo largo del territorio nacional, al tiempo que se desembolsen algunos pagos iniciales asociados con los proyectos adjudicados en el marco de las vías de cuarta generación (4G).

El consumo agregado también se desaceleraría. Por el lado privado se espera que la depreciación del peso y el alza en los precios de los alimentos impacten negativamente la capacidad adquisitiva del ingreso de los hogares. Por esa razón, en especial se prevén caídas del gasto en el consumo de bienes durables y semidurables. El de bienes no durables (alimentos y bebidas) también se desaceleraría, aunque menos, con lo cual se expandiría a un ritmo cercano a su promedio desde 2001. Además, en 2016 se espera un mercado laboral menos dinámico, acorde con una nueva realidad para el entorno económico. Por otro lado, existe la posibilidad de que el Gobierno, a finales de año, realice alguna reforma tributaria que impacte el ingreso disponible de los hogares colombianos.

La inversión en obras civiles continuarían aportando de manera positiva a la expansión del PIB, aunque a un ritmo menor que el de 2015.

Se estima que el ritmo de expansión del consumo del Gobierno en 2016 sea menor que el observado el año anterior.

Otra consideración importante para el crecimiento de 2016 concierne a la dinámica del consumo público. En este *Informe* se espera que el ritmo de expansión del consumo del Gobierno sea menor que el previsto para 2015 y también por debajo de lo contemplado en el *Informe* trimestral anterior. Ello se deriva de los anuncios hechos por el Gobierno Nacional referentes a una política de austeridad en medio de un contexto de choques externos negativos y bajos precios internacionales para el petróleo.

Un hecho a resaltar para 2016 es que las exportaciones netas aportarían de manera positiva a la expansión del producto, en contraste con lo registrado en 2015, cuando habrían restado al crecimiento. Por un lado, el comportamiento de las importaciones reales sería afín con aquel que se observaría para los componentes de la demanda interna con mayor componente transable. Así, el menor dinamismo del gasto en inversión en equipo de transporte, en bienes de capital para la industria, y del consumo de bienes durables y semidurables debe conducir a una caída en términos reales de las compras externas, lo que contribuiría a corregir de forma parcial el déficit comercial en 2016.

Por lado de las exportaciones, se contempla que la entrada en operación de Reficar contribuya al incremento significativo de las ventas al exterior de derivados del petróleo, al tiempo que promueva la sustitución de algunas importaciones de combustibles. Adicionalmente, la tasa de cambio debería cumplir un papel más importante en el desempeño de las exportaciones no tradicionales que el observado en 2015. Con un tipo de cambio mucho más competitivo, estas exportaciones deberían poder aprovechar los tratados de libre comercio (TLC) suscritos por el país, al igual que la recuperación de las economías desarrolladas con las que Colombia mantiene relaciones comerciales. Por su parte, las exportaciones tradicionales registrarían un comportamiento mediocre, en particular por lo proyectado para el caso de las exportaciones de petróleo, carbón, y en menor medida de café.

Por ramas de actividad, para 2016 se prevé un crecimiento sectorial más balanceado que en 2015. La depreciación acumulada del peso debería dinamizar varias de las ramas productivas transables.

La construcción seguiría impulsando el crecimiento económico. Como ya se mencionó, la puesta en marcha de las primeras adjudicaciones de las concesiones 4G mantendría el importante dinamismo en la economía colombiana de la construcción de obras civiles. Adicionalmente, se espera que los gobiernos locales, gracias a las regalías disponibles de vigencias pasadas, sigan realizando pagos para carreteras y otras obras de ingeniería, los cuales también aportarían al crecimiento de las obras civiles. En el caso de las edificaciones, se estima una expansión moderada, respaldada por los programas del Gobierno mencionados.

Con respecto a la industria, el pronóstico para 2016 prevé una recuperación importante. En primer lugar, se estima que la reapertura de Reficar impulse de manera significativa la producción de derivados del petróleo, cuya participación en el PIB de la industria se encuentra alrededor del 12%. En el escenario central el

Por ramas de actividad, para 2016 se prevé un crecimiento sectorial más balanceado que en 2015. La depreciación acumulada del peso debería dinamizar varias de las ramas productivas transables.

Se estima que en 2016 la apertura de Reficar contribuya con 5,2 pp y 0,6 pp al crecimiento del PIB de la industria y del PIB total, en su orden.

equipo técnico estima que el aporte de la apertura de Reficar al crecimiento del PIB de la industria sería cerca de 5,2 pp, y de 0,6 pp para el PIB total durante 2016. En segundo lugar, la inversión efectuada en años anteriores, cuando el abarataamiento del dólar impulsó la compra de maquinaria, equipo y bienes de capital para el sector. De igual manera, el esfuerzo de los empresarios, realizado en el último quinquenio para buscar nuevos mercados de exportación y diversificar sus productos, debería permitir la expansión sectorial. También, el efecto de la depreciación acumulada que genera mayor competitividad de los productos nacionales debería estimular la producción nacional y las exportaciones, y en alguna medida sustituir importaciones.

En contraste, en el sector de la minería, en este *Informe* se contempla un crecimiento casi nulo de la producción de carbón en 2016. Cabe señalar que las firmas productoras continuarían enfrentando un entorno con precios del carbón relativamente bajos y una disminución de las entradas de flujos de capital exterior a través de inversión extranjera directa. Para el petróleo, por su parte, se redujo el supuesto de producción frente a hace tres meses y se situó por debajo del millón de barriles diarios en promedio, lo que representaría una caída anual cercana al 3%. De esta manera, se anticipa un pobre desempeño del sector para 2016, que estaría lejos de las tasas de expansión de dos dígitos que se observaron durante el auge minero de finales de la década pasada.

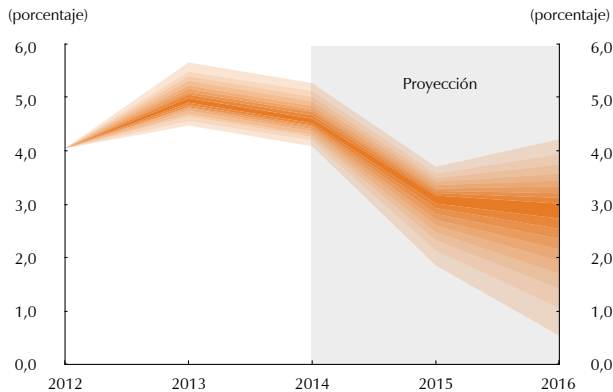
Por último, para el sector agropecuario se prevé un crecimiento moderado. En el caso del café, aunque la productividad de los campos por la renovación de cafetales e inversiones realizadas en años anteriores permitiría mantener una producción históricamente alta (entre 14 y 15 millones de sacos de 60 kilogramos), por un efecto de alta base de comparación su crecimiento estaría por debajo de la economía en su conjunto. Por su parte, para los otros productos agrícolas y el grupo de animales vivos y productos animales se observaría una desaceleración importante con riesgo a la baja debido al impacto que el fenómeno de El Niño pueda tener sobre la oferta agrícola y sobre el sacrificio de ganado.

Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del producto en el escenario más probable se ubica alrededor de 2,7% para 2016 (gráficos 44 y 45), con un rango de pronóstico entre 1,5% y 3,2% (Cuadro 7). La amplitud del presente rango continúa siendo elevada y cabe señalar que está sesgada hacia la parte baja del intervalo. Con ello se pretende hacer evidente el riesgo de una desaceleración mayor que existe sobre la tasa de crecimiento del PIB para el año en curso.

La proyección del crecimiento del PIB en el escenario más probable se ubica alrededor de 2,7% para 2016, con un rango entre 1,5% y 3,2%.

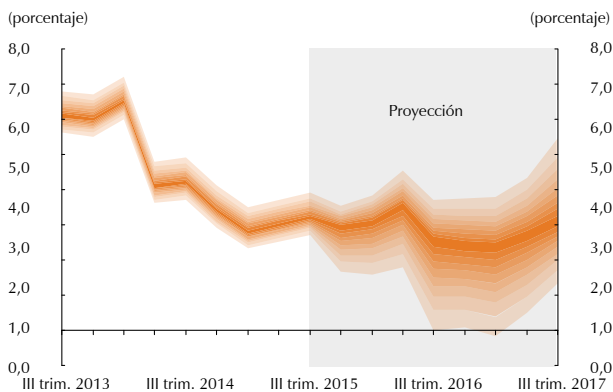
Así, los principales riesgos a la baja están asociados con un menor desempeño del consumo e inversión públicos. En este segundo agregado las obras civiles podrían no ser tan dinámicas como se espera en la senda central de pronóstico, en particular porque no se descartan retrasos en las concesiones 4G. Otro riesgo a la baja es el de un menor crecimiento de nuestros socios comerciales de la región, lo que afectaría el comercio no tradicional. Por último, la incertidumbre reciente sobre la reforma tributaria, junto con un mayor deterioro en la confianza de los hogares, podrían desacelerar el consumo privado más de lo previsto. El principal riesgo

Gráfico 44
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 45
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

alcista está relacionado con un dinamismo del aparato productivo colombiano transable por encima de lo esperado, dada la depreciación acumulada que debería estimular dicha producción. Todo ello podría contrarrestar las caídas en la demanda por las exportaciones, señaladas anteriormente.

De acuerdo con las proyecciones de crecimiento económico para 2015 y 2016, el ejercicio de estimación de la brecha del producto sugiere que esta habría sido positiva en 2014 y negativa en 2015 y 2016. Para 2015 los modelos revelan un valor algo más negativo que el estimado para el *Informe* de septiembre. Para 2015 y 2016 la probabilidad estimada de que este indicador sea negativo ha aumentado, y para ambos años se ubica en 96% (Gráfico 46). La reducción de la brecha estimada para 2015 y 2016 se puede explicar parcialmente por la revisión a la baja de la senda de pronóstico de crecimiento frente al de hace un trimestre.

En cuanto a la brecha del mercado laboral, los modelos sugieren que durante 2015 la tasa de desempleo habría estado muy cerca de su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés). Con respecto al informe anterior, el riesgo de que en 2016 la TD suba y se ubique por encima de la Nairu ha aumentado, dadas las menores perspectivas de crecimiento económico.

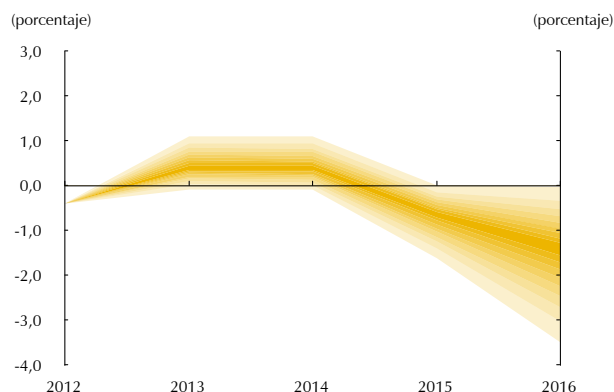
En suma, los resultados de la brecha del producto y la Nairu sugieren que las presiones sobre la inflación

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

Rango	2015	2016
< 3,0	60,5	67,8
3,0-4,0	39,1	26,2
4,0-5,0	0,4	5,7
5,0-6,0	0,0	0,3
6,0-7,0	0,0	0,0
> 7,0	0,0	0,0
Entre 2 y 4	89,5	59,9
Entre 1,5 y 3	58,1	46,5

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 46
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

originadas en la demanda agregada habrían sido bajas en 2015, y que probablemente continuarán siéndolo durante 2016.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

Como se mencionó en el capítulo III de este *Informe*, los resultados de inflación del final de año superaron de manera significativa las previsiones del *Informe* de septiembre. Buena parte del error de pronóstico se concentró en el IPC de alimentos, pero también en la subcanasta del IPC de transables sin alimentos ni regulados se presentó una subestimación considerable.

Claramente, los dos principales riesgos alcistas que se consideraron hace tres meses tendieron a materializarse en el cuarto trimestre. En primer lugar, en los últimos meses del año el fenómeno climático de El Niño tuvo un efecto más fuerte y extendido sobre la oferta agropecuaria y sus precios, que el contemplado en el pronóstico central de septiembre. En segundo lugar, las expectativas de inflación aumentaron y a finales de año se situaron por encima del rango meta de largo plazo establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDDBR). Este fenómeno incide en la formación de precios de un amplio conjunto de bienes y servicios, mediante varios mecanismos, como el de las prácticas de indexación.

Adicionalmente, la tasa de cambio, por diversas razones (que incluyen un precio del petróleo más bajo que el previsto), se depreció en el cuarto trimestre a un ritmo mayor que el contemplado en los pronósticos de inflación. Esto se tradujo en aumentos más fuertes que los proyectados en el IPC de transables sin alimentos ni regulados y en el de varios alimentos de origen importado, entre otros. Como se señala en el capítulo III, hasta diciembre la subestimación de la senda de precios en el caso de estos segmentos del IPC no parecería obedecer tanto a una transmisión mayor de la depreciación a los precios al consumidor como al simple hecho de que el debilitamiento del peso ha sido mucho más pronunciado que el contemplado en los modelos.

Cabe señalar, sin embargo, que el rezago con el que la depreciación acumulada del peso, desde mediados de 2014, se estaría transmitiendo a los precios pareciera ser mayor en esta oportunidad que en episodios anteriores (cuando se estimaba entre 1 y 2 trimestres). Esto dificulta la estimación de la magnitud de la transmisión.

Los riesgos alcistas sobre la inflación que se identificaron en los informes anteriores tendieron a materializarse en los últimos trimestres.

Para este nuevo *Informe* se considera que los choques alcistas que han afectado la inflación en el pasado reciente se reforzarían y se prolongarían más que lo previsto. En el escenario central de pronóstico, el intenso fenómeno de El Niño que se observa desde el año pasado, y que deberá extenderse hasta finales del primer

Hacia finales de 2016 se prevé un descenso importante en los precios de los alimentos perecederos.

trimestre o comienzos del segundo, seguirá produciendo alzas en los precios de los alimentos perecederos durante la primera mitad del año, con especial fuerza en el primer trimestre.

Con respecto al informe de septiembre, la senda de precios para este grupo de alimentos se elevó de manera significativa para los dos primeros trimestres, alcanzando su punto más alto entre marzo y junio. Hacia finales de año, especialmente, se prevé un descenso importante en precios de alimentos perecederos, al que se sumaría, en la primera mitad de 2017 ajustes mucho más moderados que los del último año, generando, de esta forma, fuertes presiones a la baja en la variación anual del IPC de alimentos.

En las tarifas de energía y gas en 2016 el fenómeno de El Niño también tendría un impacto más fuerte que el previsto en el *Informe* anterior. En la senda actual se contemplan ajustes mayores en el precio de la energía al consumidor, teniendo en cuenta, entre otras cosas, los aumentos autorizados por el Gobierno a finales de 2015 y que estarían impactando las tarifas a comienzos de 2016. Los pronósticos también suponen importantes aumentos en el precio del gas domiciliario, pero menores a lo observado en 2015 (que fueron del 21,1%). En este caso, además de la mayor demanda que se espera sobre este recurso para generación térmica, en 2016 persistirán los cuellos de botella en generación y transporte.

El menor precio del petróleo previsto en este *Informe* para 2016 (USD 35 por barril Brent), frente al utilizado en los pronósticos del *Informe sobre Inflación* de septiembre (USD 55), junto con otros factores que se mencionan en el capítulo I, llevaron a incrementar la senda proyectada para el tipo de cambio en ese año y en 2017. Esto representa un choque adicional a la senda central de pronóstico de inflación, pues afecta de manera importante los precios de la subcanasta del IPC de transables sin alimentos ni regulados, en primer lugar, pero también los de otros bienes y servicios clasificados dentro de las subcanastas de no transables sin alimentos ni regulados (como por ejemplo el pago de seguros de vehículos contra todo riesgo, pagos complementarios de salud, medicina especializada y turismo, entre otros) y de alimentos (como cereales, aceites, carnes y huevos). Un peso más depreciado golpea la inflación al consumidor, tanto directamente, al aumentar los precios de los bienes importados, como indirectamente, vía mayores costos de producción y transporte, o al alterar las expectativas y los procesos de indexación.

Cabe señalar, además, que en la medida en que la depreciación que se observó en el cuarto trimestre de 2015 no fue contemplada en el pronóstico del *Informe* de septiembre, su efecto hacia 2016 tampoco se incluyó en la senda central de pronóstico anterior. Este hecho elevó también la proyección central para 2016, sobre todo en los primeros dos trimestres.

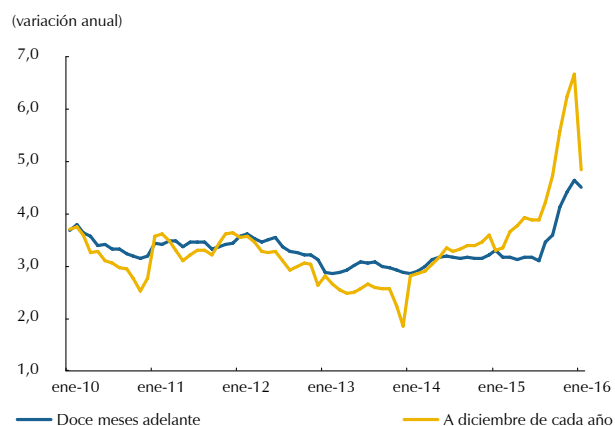
En este Informe se contemplan ajustes en las tarifas de energía y gas superiores a las previstas en el Informe anterior.

Tanto el choque climático sobre la oferta de alimentos y de energía, como la mayor depreciación, son capturados en la senda central de proyección actual como eventos transitorios en lo que tiene que ver con sus impactos directos. Sin embargo, debido

a que la presencia de ambos fenómenos ha sido más intensa que la anticipada y se ha ido prolongando en el tiempo, también se ha postergado el momento estimado en que sus impactos sobre la inflación se diluyen. Por tanto, en especial en el caso de la depreciación acumulada y esperada, el pronóstico central que se presenta en este *Informe* todavía recoge un efecto importante hacia 2017, que en informes pasados no estaba presente o era mucho menor.

Adicionalmente, con una tasa de inflación observada para finales de 2015 significativamente por encima del techo del rango meta de largo plazo establecido por la JDBR, y que sorprendió a los agentes económicos en general, los mecanismos de indexación han cobrado un papel más importante en la determinación de la inflación de este y el próximo año, frente a lo que se consideraba en el *Informe* anterior. La activación de estos mecanismos deberá tener un impacto especialmente fuerte sobre precios en el primer trimestre del año y a comienzos del segundo trimestre. A lo anterior se suma el aumento de las expectativas de inflación, medido por las diferentes encuestas y fuentes que consulta el Banco. Las expectativas son un factor determinante, especialmente, en la evolución de los precios de las canastas de no transables y transables. Ambos factores están aumentando los efectos indirectos sobre precios de los choques de clima y tipo de cambio y están retrasando la convergencia de la inflación a su meta de largo plazo.

Gráfico 47
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



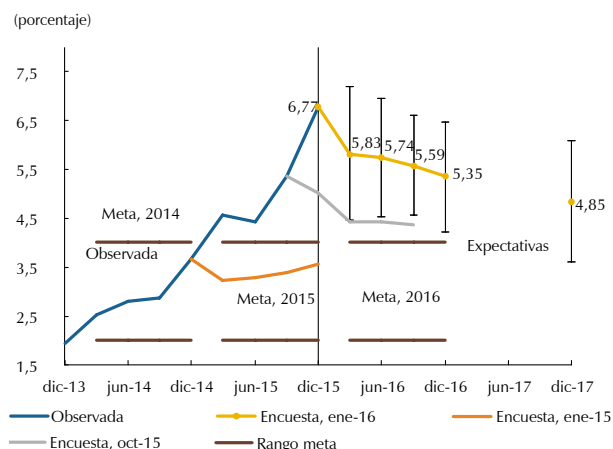
Fuentes: Banco de la República.

Respecto a las encuestas, la mensual aplicada a analistas muestra que estos esperan una inflación de 4,50% a doce meses, por encima de la reportada en el *Informe* de septiembre (4,12%) (Gráfico 47). A un horizonte de dos años las expectativas se encuentran en 3,68%, mostrando que estos agentes de nuevo consideran que la inflación retornará al rango meta en un lapso de ocho trimestres, aunque de manera más lenta, ya que hace un trimestre la cifra esperada era de 3,46%.

Por su parte, la encuesta trimestral efectuada a empresarios y sindicatos, entre otros, también aumentó a horizontes entre uno y cuatro trimestres. En particular, la inflación esperada a cuatro trimestres se situó, con cifras recogidas a principios de enero, en 5,35%, frente a 4,37% de la encuesta aplicada a comienzos de octubre (Gráfico 48).

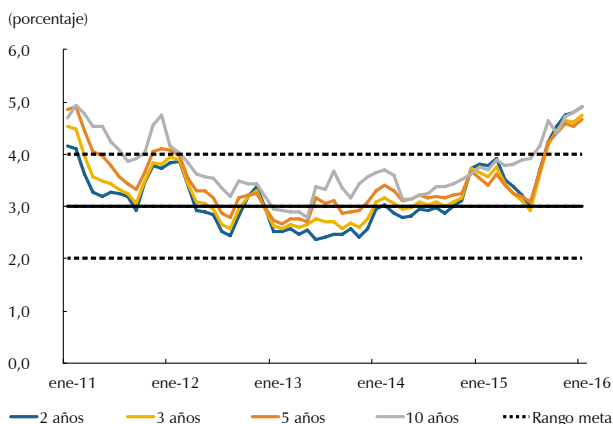
La información que se obtiene a partir de las tasas de interés de los TES (*break even inflation*) también sugiere un aumento significativo de las expectativas de inflación a horizontes de más de un año en los últimos meses. En efecto, para horizontes de dos, tres y cinco años, los resultados obtenidos con información a enero muestran cifras de 4,91%, 4,74% y 4,67%, respectivamente. Estos valores son significativamente mayores que los presentados en el *Informe* de septiembre (4,51%, 4,44% y 4,38%, en su orden) (Gráfico 49).

Gráfico 48
Inflación observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, nueve y doce meses)
(inflación anual)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 49
Expectativas de inflación derivadas de los TES
(a dos, tres, cinco y diez años)
(promedio mensual)^{a/}



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

Dado lo anterior, al utilizar un modelo econométrico (metodología de promedio bayesiano de modelos de regresión logística), se puede afirmar que en los meses recientes ha aumentado la probabilidad de que las expectativas de inflación se hayan desanclado de la meta⁵.

A la mayor indexación de precios y a las expectativas más altas se suman unos costos salariales que muy probablemente se estarán ajustando a tasas mayores que las contempladas en el rango meta de inflación. Lo anterior, teniendo en cuenta que el salario mínimo para 2016 aumentó 7,0%. Este salario es devengado por una parte considerable de la fuerza laboral formal del país y puede operar como un precio de referencia para el resto de salarios. No obstante, como se muestra en el capítulo III, a diciembre los salarios de varios sectores aún se ajustaban a tasas inferiores compatibles con la meta de largo plazo.

Respecto a los costos no salariales, en 2016 continuarán las presiones alcistas, que en buena parte están relacionadas con la depreciación del tipo de cambio. Un componente importante de los insumos que demanda el aparato productivo colombiano es de origen importado y proviene de países avanzados, contra cuyas monedas el peso se ha depreciado. Aun así, en el caso de ciertas materias primas, como combustibles, la fuerte caída en los precios internacionales de meses recientes y los pronósticos en niveles muy bajos para 2016 compensarían en buena parte las presiones alcistas por el tipo de cambio.

Así las cosas, en el presente *Informe*, la senda central proyectada para la inflación al consumidor total sigue aumentando hasta el segundo trimestre de 2016, cuando alcanza un valor significativamente superior al que se

estimó hace un trimestre. A partir del segundo semestre, y al igual que se mostraba en el informe anterior, la inflación total deberá descender rápidamente y retornar al rango meta de largo plazo en 2017, aunque con un nivel superior al 3,0% a lo largo de todo el año.

El fuerte aumento esperado en la inflación total y su rápido descenso en la segunda mitad del año y comienzos de 2017 es responsabilidad del comportamiento esperado del IPC de alimentos, en especial de los perecederos, ante el choque climático. Un hecho que vale la pena resaltar es que, en el caso de esta subcanasta, el modelo central de

⁵ Véase Guarín, Hamann y Rodríguez (2015). “De-anchoring of Inflation Expectations” (mimeo), Banco de la República.

pronóstico del Banco predice que mientras más fuertes sean los aumentos en el corto plazo, más pronunciadas son las caídas de la variación de alimentos a finales de 2016 y comienzos de 2017.

En el caso de la inflación sin alimentos, sin embargo, el pronóstico es menos favorable. Si bien este indicador no alcanza los niveles de la inflación total a mediados de año, su senda para los próximos ocho trimestres aumentó de manera importante frente al *Informe* de septiembre y su convergencia a la meta será mucho más lenta. La inflación sin alimentos deberá mantenerse significativamente por encima del techo del rango meta de largo plazo en 2016 y por encima de este valor en 2017, aunque con una tendencia decreciente.

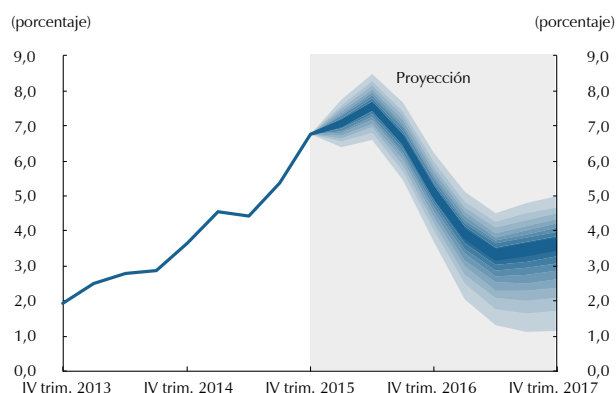
Las tres canastas que componen el IPC sin alimentos (transables, no transables y regulados) aumentaron de manera importante en esta oportunidad y esto obedece a la fuerte inercia que imprimen unas expectativas de inflación elevadas y una indexación con base en una inflación de fin de 2015 bastante alta. Todo ello en medio de una depreciación acumulada considerable. La demanda no debe constituirse en una fuente de presiones alcistas en este año ni el próximo, dados los pronósticos de crecimiento (véase la primera parte del capítulo IV) y las estimaciones de una brecha del producto en terreno negativo que de él se desprenden.

En el caso de regulados, se espera que el precio interno de la gasolina disminuya un poco en el año completo, dado que los bajos precios del petróleo compensarían el efecto de la depreciación del peso. Aun así, los aumentos esperados en energía y gas han elevado los pronósticos para toda la subcanasta en este *Informe*.

2. Balance de riesgos

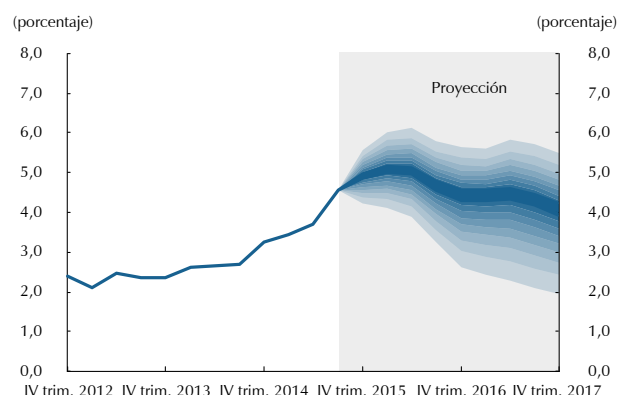
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 50 y 51. La senda central de

Gráfico 50
Fan chart de la inflación total



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 51
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

Para 2016 se revisó a la baja el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales.

pronóstico incluye los efectos de un fenómeno de El Niño de intensidad fuerte sobre la inflación para el presente año, por lo que no se contempla un riesgo alcista asociado con este fenómeno para 2016. En esta ocasión el balance de riesgos se encuentra sesgado a la baja, sobre todo hacia el mediano y largo plazos, teniendo en cuenta los riesgos que pesan sobre el crecimiento de Colombia, dada la incertidumbre que existe sobre el desempeño económico de varios de los socios comerciales del país, el comportamiento de las cotizaciones del petróleo y los flujos de financiamiento externo, entre otros. Como se explicó, la senda central de pronóstico de inflación aumentó en este *Informe*.

Los principales riesgos a la baja son:

Una demanda externa menor a la prevista en la senda central de pronóstico: el supuesto de crecimiento de los socios comerciales presentó una revisión a la baja para 2016, aunque sigue mostrando una recuperación frente a 2015. Sin embargo, aún persisten factores de riesgo asociados con una dinámica aún más lenta de la economía mundial y, sobre todo, de varias economías emergentes, por lo que no se puede descartar que la aceleración para 2016 de los principales socios comerciales de Colombia se frustre. En el caso de China, por ejemplo, los riesgos a la baja siguen vinculados a potenciales problemas de estabilidad financiera, que se suman al débil desempeño de su balanza comercial. Eso podría generar una desaceleración económica más marcada que lo previsto. En cuanto a los socios comerciales en América Latina, una caída mayor de sus términos de intercambio, algo factible dados los excesos de oferta que presentan los mercados mundiales de materias primas, tendría repercusiones sobre el crecimiento de estas economías y sobre la demanda por las exportaciones del país. A ello se suma una mayor incertidumbre en el terreno político en algunos de estos países. La materialización de algunos o varios de estos riesgos para Colombia podría traducirse en una demanda externa más débil y en una menor confianza de inversionistas y consumidores, con efectos negativos sobre la demanda interna, que tenderían a generar presiones a la baja sobre la inflación al consumidor.

Un menor crecimiento interno que el contemplado en el escenario central por factores internos: para 2016 no se pueden descartar riesgos en torno al acceso a fuentes de financiamiento para la inversión en general, incluyendo la que tiene que ver con los proyectos de obras civiles. Esto, por cuanto la incertidumbre que existe sobre la senda futura de los precios de las materias primas exportadas por Colombia, en momentos en que se observa un fuerte desbalance externo, junto con los posibles incrementos de las tasas de interés en los Estados Unidos, pueden aumentar la percepción de riesgo hacia el país. Por otro lado, en el caso del consumo privado, este podría verse afectado si llegase a entrar en vigencia una reforma tributaria que busque compensar la pérdida de recursos debida a la caída de la renta petrolera. Esto afectaría el ingreso disponible de los hogares, con consecuencias sobre el consumo privado, las cuales comenzarían a manifestarse con el solo anuncio de una medida de este tipo. Es conveniente señalar que la senda central de pronóstico para la inflación que se presenta en este *Informe* no contempla un impacto sobre el crecimiento interno debido a la eventual aprobación de una reforma tributaria en 2016.

No se pueden descartar riesgos en torno al acceso a fuentes de financiamiento externo en 2016.

Una demanda interna menos dinámica se podría traducir en una convergencia más rápida de la inflación a su meta de largo plazo.

Una menor demanda interna resultaría en menores presiones sobre la inflación, y este hecho ayudaría a que se produjera una convergencia más rápida de la inflación a la meta, que aquella contemplada en la senda central de pronóstico. O, al menos, esto compensaría las presiones alcistas que pueden presentarse, según se mencionará.

Una destorcida fuerte de los precios de los alimentos perecederos: aunque a comienzos de 2016 no se esperan presiones de la inflación de alimentos sobre la inflación total, adicionales a las ya contempladas en la senda central de pronóstico, hacia finales de dicho año y comienzos de 2017 una respuesta más pronunciada de la oferta agropecuaria a los altos precios podría provocar un ajuste más fuerte y rápido a la baja de estos. Este hecho contribuiría a que la inflación total tenga una convergencia más rápida a la meta, en especial si las expectativas de inflación responden de manera favorable a ello y se disminuye el impacto de la indexación.

Los riesgos al alza considerados son:

Incremento no anticipados de la inflación de transables y no transables: los riesgos asociados con una mayor depreciación que la esperada, como lo son una menor cotización del precio del petróleo, la continuación del incremento de las tasas de interés por parte de la Fed y posibles aumentos en la prima de riesgo, pueden implicar una mayor inflación de la canasta de transables. Esto, bien sea por un tipo de cambio más elevado o por un incremento del grado de transmisión de este a los precios al consumidor, debido a que los empresarios pudieron haber amortiguado dicha transmisión durante 2015 gracias a amplios márgenes, pero para 2016 esto sería menos probable. Este mismo riesgo pesaría sobre los rubros no transables más expuestos a las variaciones del tipo de cambio, bien sea directamente o indirectamente vía costos. En la canasta de no transables, que está conformada en buena parte por servicios, podrían observarse incrementos mayores a los anticipados en la medida que el pronóstico central puede subestimar el efecto de la indexación. En la actualidad varios de estos rubros (como arriendos, educación y salud) tienen mecanismos de indexación activos. Este riesgo seguramente tenderá a materializarse en mayor grado durante el primer trimestre de 2016, cuando buena parte de estos precios se reajustan.

Incrementos en las expectativas de inflación: las expectativas de inflación han mostrado señales de un probable desanclaje, que podrían intensificarse si estas reaccionan al alza ante la posibilidad de que se registre una variación del índice de precios más alta que la esperada en el primer semestre de 2016. En este escenario podría darse un desanclaje de las expectativas en horizontes más largos. En estas circunstancias se generarían efectos permanentes sobre la inflación más fuertes y prolongados que los contemplados en la senda central de pronóstico.

Las expectativas de inflación muestran señales de un probable desanclaje.

Dado todo lo anterior, y luego de ponderar los distintos riesgos que se plasman en los *fan chart*, se estima que para 2016 la probabilidad de que la inflación total se ubique dentro del rango meta es del 11%, y esta aumenta a 59% en 2017 (Cuadro 8). Vale la pena resaltar que la amplitud de la función de densidad de los pronósticos

que se muestra en los gráficos 50 y 51 (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 y la tasa interbancaria (TIB) se ajustan para garantizar el cumplimiento de la meta.

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

Rango	2016	2017
< 2,0	0,0	18,0
2,0-2,5	0,1	11,2
2,5-3,0	0,7	14,3
3,0-3,5	2,7	16,5
3,5-4,0	7,6	16,8
> 4,0	88,9	23,3
Entre 2 y 4	11,1	58,7

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Recuadro 2 TRANSMISIÓN RECIENTE DE LAS TASAS DE INTERÉS

Carlos A. Huertas C.
Paola A. Jaramillo C.
Luis H. Calderón L. *

La literatura sobre estrategia de metas de inflación¹ destaca cuatro canales de transmisión de la política monetaria: el de expectativas de inflación, el de tasa de cambio, el de demanda agregada y el de crédito. A través de ellos los cambios en la tasa de interés de referencia del banco central logran afectar la demanda agregada con el objeto de alcanzar la estabilidad de precios.

En este contexto, en el presente recuadro se analiza la transmisión de los cambios recientes en la tasa de interés de referencia hacia las tasas pasivas y activas del sistema financiero desde la perspectiva del canal de crédito². Asimismo, se presentan algunas razones que podrían explicar los comportamientos particulares de las tasas de interés por categorías.

La Junta Directiva del Banco de la República (JDDBR), en su sesión del 25 de abril de 2014, consideró necesario iniciar una fase de incrementos en la tasa repo a un día y conducirla hacia un terreno menos expansivo, con el objeto de propender por la convergencia de la inflación a la meta (3%). Desde entonces y hasta el 16 de enero de 2016, la JDDBR ha decretado nueve incrementos en la tasa de interés de intervención³, ocho de los cuales han sido de 25 puntos básicos (pb) y uno de 50 pb⁴, elevando la tasa de política desde 3,25 a 5,75%. La fase de aumentos se ha realizado en dos etapas separadas por un lapso de trece meses, del 29 de agosto de 2014 al 25 de septiembre de 2015, durante el cual la tasa de interés estuvo inalterada en 4,50%.

* Los autores en su orden son: director del Departamento de Programación e Inflación, estudiante en práctica y profesional experto Sector Financiero. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Bléjer y Leone (2000). "Introduction and Overview", en Bléjer, Ize, Leone, y Werlang (eds.). *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, pp. 1-7, International Monetary Fund.

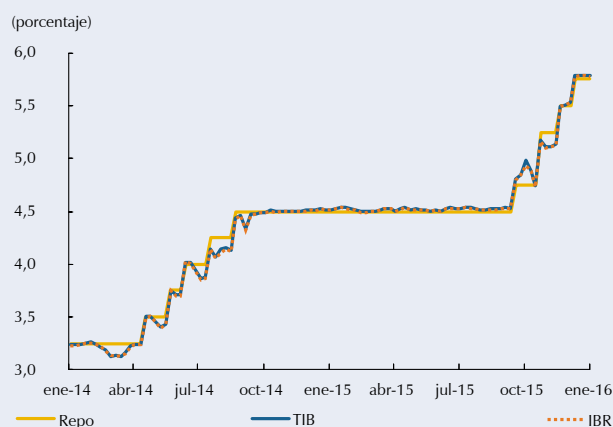
2 Para una explicación del mecanismo de operación del canal del crédito, véase Huertas *et al.* (2005). "Algunas consideraciones sobre el canal del crédito y la transmisión de tasas de interés en Colombia", Borradores de Economía, núm. 351, p. 2, Banco de la República.

3 Tasa de interés de los repos de expansión del Banco de la República.

4 Decisión tomada en la sesión del 30 de octubre de 2015.

En el mismo período en el cual se ha incrementado la tasa de interés de referencia (21 meses), todas las tasas de interés (pasivas y activas) de los establecimientos de crédito aumentaron, aunque en diferente magnitud. Como se observa en el Gráfico R2.1, las tasas interbancarias —tasas de los préstamos interbancarios *overnight* (TIB) y el indicador bancario de referencia (IBR)— se ajustaron rápidamente y en igual magnitud al nivel de la tasa de política.

Gráfico R2.1
Tasa de política, TIB e IBR
(semanales)



Fuente: cálculos del Banco de la República.

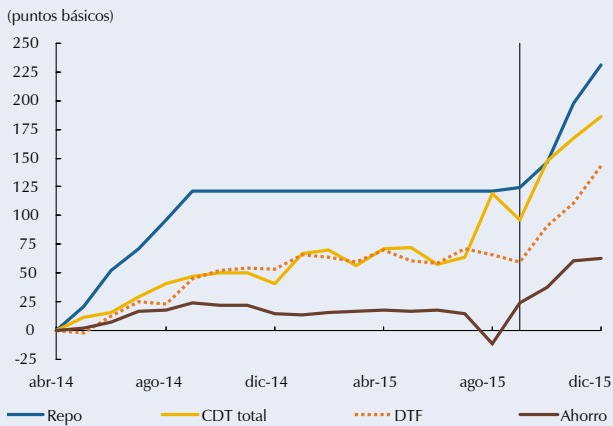
En el caso de las tasas de interés de depósitos, la transmisión se fortaleció a partir del cuarto trimestre de 2015, momento en el que la JDDBR reinició los incrementos de la tasa de política. Desde abril de 2014 el promedio mensual de la tasa total de captación de los certificados de depósitos a término (CDT) se ha incrementado 187 pb, de los cuales 91 pb se registraron en los últimos tres meses de 2015 (Gráfico R2.2). Sin embargo, en todo el período el cambio de esta tasa aún es inferior al aumento de la tasa de política (231 pb), al representar cerca del 81% del aumento de la tasa de referencia (Cuadro R2.1).

En el último trimestre del año pasado la aceleración de las tasas fue más notoria para las captaciones con plazo mayor a noventa días: la de más de un año aumentó 174 pb frente a 83 pb de la DTF⁵.

Varios hechos apuntan en dirección a la aceleración de la transmisión de los cambios de la tasa de política hacia las tasas de captación. Por el lado de la oferta de depósitos, el

5 Depósito a término fijo: indicador de la captación a noventa días de los establecimientos de crédito.

Gráfico R2.2
Tasas pasivas
(variación acumulada^{a/} desde abril de 2014)

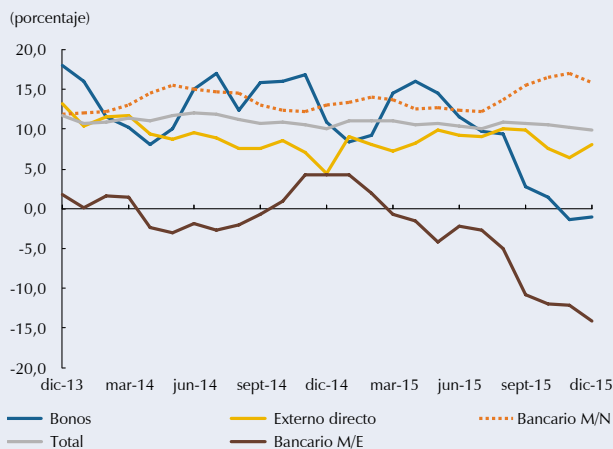


a/ Variación de tasas nominales mensuales.
Fuente: cálculos del Banco de la República

aumento de la inflación y de sus expectativas, y perspectivas de nuevos incrementos de la tasa de cambio, inducen a los ahorradores a exigir mayores rendimientos. Las entidades financieras por su parte, han incrementado la demanda de depósitos para financiar crédito. En efecto, la mayor dinámica de la cartera comercial en moneda nacional, originada, en parte, por la declinación de otras fuentes de endeudamiento de las empresas, como la emisión de bonos propios y la cartera en moneda extranjera, ha incrementado las necesidades de fondeo por parte de las entidades de crédito (Gráfico R2.3). También ha influido el hecho de que las entidades de crédito tienen menores niveles de inversiones para liquidar y sustituirlas por cartera (Gráfico R2.4).

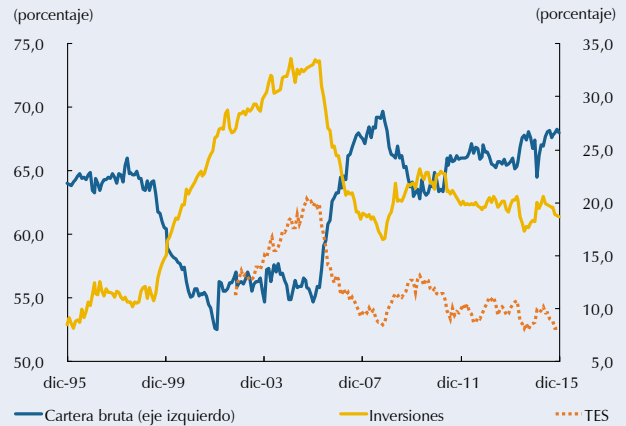
En lo que respecta a las tasas de interés de colocación, su incremento en los últimos meses se registró, principalmente,

Gráfico R2.3
Endeudamiento comercial
(variación anual)^{a/}



a/ Promedio mensual.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República.

Gráfico R2.4
Cartera, inversiones y TES como porcentaje de los activos

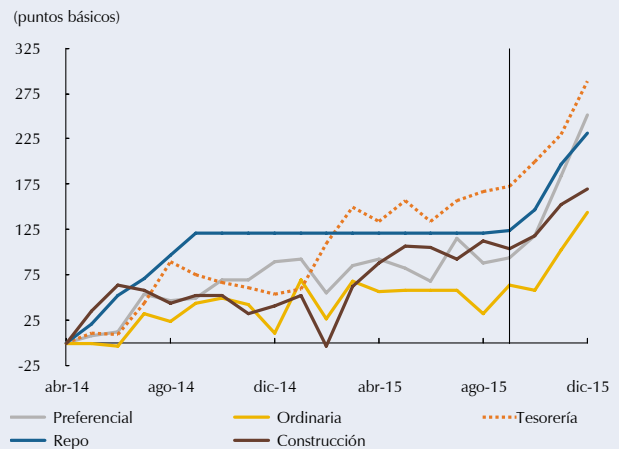


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

en las tasas de los créditos comerciales de tipo preferencial (Gráfico R2.5). Desde abril de 2014 esta modalidad de préstamo acumuló un incremento de 252 pb en su tasa de interés; es decir, un 109,2% del aumento de la tasa de referencia. En el último trimestre el aumento de la tasa de interés preferencial fue de 158 pb, incremento que superó a los 94 pb de la etapa precedente (Cuadro R2.1).

Las tasas por plazos de los desembolsos preferenciales⁶ mostraron incrementos uniformes, con excepción de los otorgados entre tres y cinco años, que presentaron un cambio más moderado. También cabe anotar que por monto representaron

Gráfico R2.5
Tasas de interés comerciales
(variación acumulada^{a/} desde abril de 2014)



a/ Variación de tasas nominales mensuales.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

6 Los plazos de los desembolsos preferenciales, ordinarios y de consumo se encuentran clasificados en cuatro: a menos de un año, entre un año y tres años, entre tres y cinco años y mayores a cinco años.

Cuadro R2.1
Transmisión de la tasa de política a las tasas de interés de los establecimientos de crédito

Fecha	Abr-14	Sep-15	Dic-15	Variación	Variación	Variación	Transmisión (porcentaje) (c-a)/(VABR) ^{b/}
	(a)	(b)	(c)	(b-a)	(c-b)	(c-a)	
	Promedio mensual (porcentaje)			Puntos básicos			
Tasa de política	3,29	4,53	5,60	125	106	231 ^{b/}	
Tasas de interés interbancarias							
TIB	3,25	4,57	5,60	131	104	235	101,9
IBR	3,24	4,55	5,59	131	104	235	101,8
Tasas de interés de captación							
CDT total	4,18	5,14	6,05	96	91	187	80,9
DTF	3,81	4,41	5,24	60	83	143	62,0
A 180 días	4,23	4,89	5,98	66	110	175	75,9
A 360 días	4,59	5,77	6,80	118	103	221	95,8
Superiores a 360 días	4,96	6,70	8,44	174	174	348	150,8
Ahorro	2,19	2,43	2,82	24	39	63	27,4
Tasas de interés de colocación							
Comerciales							
Preferenciales	6,88	7,82	9,40	94	158	252	109,2
< = 1 año	6,47	7,46	9,07	100	160	260	112,7
> 1 año hasta 3 años	7,27	7,54	9,23	27	169	196	85,0
> 3 años hasta 5 años	6,93	8,32	9,32	139	100	238	103,3
> 5 años	8,08	8,34	9,84	25	150	175	76,0
Ordinario	10,50	11,14	11,94	64	80	144	62,3
< = 1 año	10,79	11,22	11,67	43	45	88	38,1
> 1 año hasta 3 años	10,99	11,84	12,90	86	106	191	83,0
> 3 años hasta 5 años	11,19	11,77	13,25	58	148	207	89,5
> 5 años	9,28	10,13	11,08	86	94	180	78,0
Tesorería	6,83	8,57	9,71	173	115	288	124,9
Construcción							
No VIS	8,75	9,78	10,45	103	67	170	73,7
VIS ^{a/}	9,54	10,07	10,70	53	63	117	50,5
Hogares							
Consumo	17,19	16,88	17,64	(31)	77	46	19,7
< = 1 año	20,82	20,03	19,57	(79)	(46)	(124)	(53,8)
> 1 año hasta 3 años	22,01	21,79	22,26	(23)	47	24	10,6
> 3 años hasta 5 años	17,67	17,77	18,60	10	82	93	40,2
> 5 años	15,10	14,83	15,74	(27)	90	64	27,5
Tarjeta	27,82	27,22	27,98	(60)	76	16	6,9
Usura	29,45	28,89	29,00	(55)	10	(45)	(19,5)
Hipotecaria							
No VIS	11,11	10,85	11,30	(26)	44	19	8,1
VIS ^{a/}	11,95	12,45	13,29	50	83	133	57,8

a/ Vivienda de interés social

b/ VABR: Variación acumulada tasa de política del Banco de la República.

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

el 51% de los préstamos comerciales entregados en moneda nacional durante el año; dentro de los cuales los plazos entre tres y cinco años contribuyeron con menos del 8%.

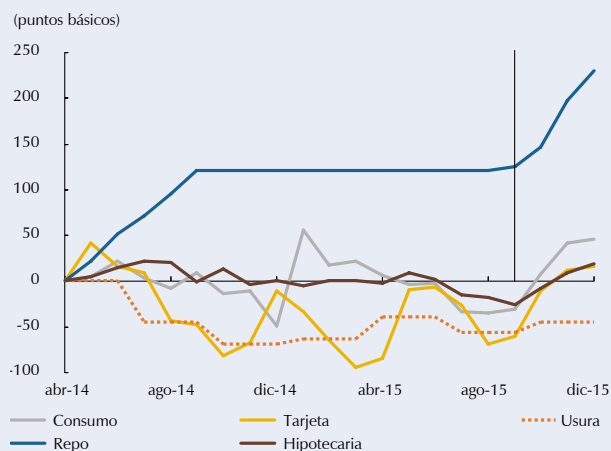
En la misma línea, las tasas de interés de los créditos ordinarios (Gráfico R2.5), modalidad que es la segunda en importancia de la categoría comercial (con participación de 42% por desembolsos), también presentaron un mayor dinamismo en el cuarto trimestre del año. En este último período su tasa de interés subió 80 pb, frente a 64 pb del primer período, para una variación acumulada de 144 pb, que equivale al 62% del ajuste en la tasa de política (Cuadro R2.1). En esta modalidad, las tasas de los plazos más largos mostraron las mayores alzas.

A diferencia de lo anterior, los dos componentes restantes de la categoría comercial, créditos de tesorería y para construcción, con participación minoritaria en la categoría por desembolsos (5,2% y 1,8%), observaron incrementos en sus tasas de interés que fueron menos acentuados para el último trimestre de 2015, comparadas con los registrados entre abril de 2014 y septiembre de 2015 (Gráfico R2.5). Por períodos, los aumentos de las tasas de los préstamos de tesorería fueron, en su orden, de 115 vs 173 pb, y para construcción, de 67 frente a 103 pb, para un acumulado de 288 y 170 pb, respectivamente. De esta manera, con respecto a la variación de la tasa de política, la reacción de las tasas de interés de tesorería llegó a 124,9%, mientras que la respuesta de las de construcción solo alcanzó del 73,7% (Cuadro R2.1).

La aceleración de las tasas de interés comerciales puede ser atribuible al cambio de postura del Banco República, al incremento de las tasas de interés de captación y a la mayor demanda de cartera comercial en moneda nacional. Esta última asociada, por un lado, con el aumento del costo del financiamiento externo, producto del endurecimiento de la postura monetaria en los Estados Unidos, del aumento de la prima de riesgo país y de la devaluación del peso. Y por el otro, por las más difíciles condiciones para la emisión de bonos⁷, debido a la incertidumbre derivada de la volatilidad de los mercados financieros, la menor disponibilidad de recursos dirigidos al sector mineroenergético⁸, y el aumento de la prima de riesgo de las economías emergentes.

En cuanto a las tasas de interés de los créditos con destino a los hogares (Gráfico R2.6), la transmisión de los aumentos de la tasa de política solo se observó desde septiembre de 2015, pues, de hecho, en la fase anterior tendieron a

Gráfico R2.6
Tasa de interés de los hogares
(variación acumulada^{a/} desde abril de 2014)



a/ Variación de tasas nominales mensuales.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos Banco de la República.

disminuir levemente. En el cuarto trimestre de 2015 las tasas de interés para los créditos de consumo aumentaron 77 pb y 76 pb para aquellos entregados mediante tarjeta de crédito. En el mismo período, las tasas de interés de créditos para adquisición de vivienda registraron un incremento de 44 pb (Cuadro R2.1).

Varios factores podrían explicar el anterior comportamiento. En 2014 la fortaleza del mercado laboral y la valorización de los precios de la vivienda, como cabe suponer, indujeron al optimismo con relación a los ingresos futuros de los hogares e incrementaron el valor del colateral para respaldar los préstamos de las familias. Además, en el segundo semestre de 2014 también se observó una gran disponibilidad de liquidez en el sistema financiero, debido, principalmente, a las ventas de TES de agentes internos a externos⁹.

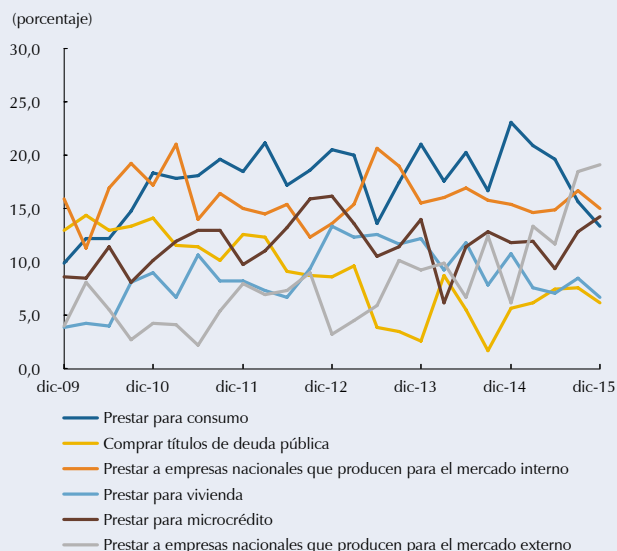
Las favorables perspectivas de riesgo del crédito a los hogares y abundantes recursos (que incluyeron la reinversión de utilidades del sistema bancario), habrían estimulado la preferencia de los establecimientos de crédito por destinar más recursos a los hogares, como lo revelaban los resultados de las encuestas aplicadas al sector financiero (Gráfico R2.7). De manera que, no obstante el incremento de la tasa de política, la oferta creciente de crédito a los hogares mantuvo relativamente estables las tasas de interés de los préstamos en las modalidades de consumo y para compra de vivienda,

7 Esta situación provocó que las empresas suspendieran la colocación de bonos y los establecimientos de crédito apenas colocaran el equivalente para compensar los vencimientos.

8 Como consecuencia de la caída de los precios del petróleo.

9 El 19 de marzo de 2014 el banco de inversión JP Morgan publicó su decisión de incrementar la participación de deuda colombiana en el índice GBI-EM Global Diversified (de 3,2% a 8%), en el GBI-EM Global (de 1,81% a 5,60%) y en el GBI-EM Global Diversified 15% (de 3,07% a 8,26%). Proceso que se materializó de manera gradual entre el 30 de mayo y el 30 de septiembre de 2014.

Gráfico R2.7
Principales destinos del exceso de recursos por parte de los bancos



Fuente: Banco de la República (*Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia*, junio de 2015).

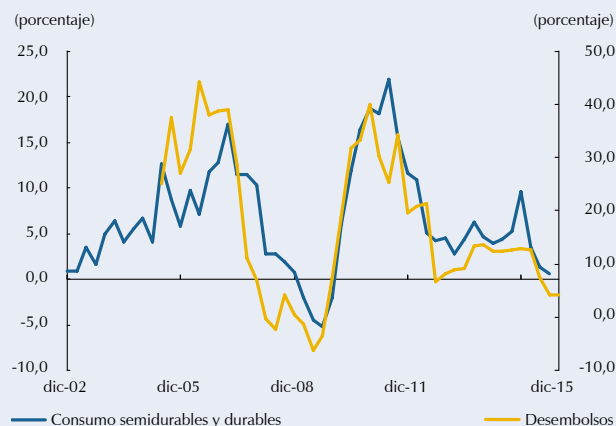
e incluso disminuyeron las aplicadas a tarjetas de crédito, presionadas por la reducción de la tasa de usura. Como se explica a continuación desde mediados de 2015 estas tendencias fueron menos propicias.

Por el lado de la demanda, la tasa de desempleo (desestacionalizada) dejó de descender y los precios de la vivienda —relativos al índice de precios al consumidor (IPC)— presentaron aumentos más moderados; la deuda de los hogares (consumo más hipotecario) relativa al producto llegó a niveles históricamente altos, mientras que el ingreso real de las familias se venía debilitando como consecuencia del aumento de la inflación; los desembolsos de crédito para consumo se desaceleraron junto con un menor ritmo de crecimiento del gasto en bienes durables y semidurables de la economía (Gráfico R2.8); y los indicadores de confianza del consumidor vienen advirtiendo una menor disposición de los hogares para adquirir carros o vivienda (Gráfico R2.9).

Por el lado la oferta, las encuestas aplicadas a las entidades de crédito sugieren un aumento en las exigencias para otorgar créditos de consumo; los indicadores de mora registran leves deterioros, y los niveles de TES (relativos a los activos) en el portafolio de estas entidades son bajos comparados con sus históricos y, por tanto, es poco probable que continúe una sustitución de estas inversiones para financiar cartera (Gráfico R2.4).

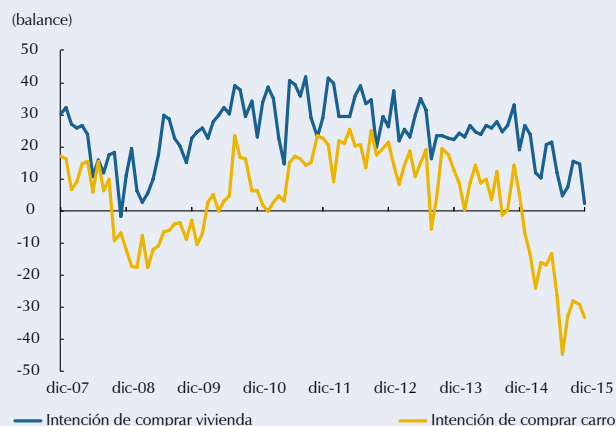
Los anteriores factores de demanda y oferta de crédito condujeron, desde el último trimestre de 2015, a incrementos en las tasas de interés de consumo, cuando reinició el aumento de tasas de interés de referencia por parte del Banco de la República. En el caso de las tasas

Gráfico R2.8
Consumo semidurable y durable, y desembolsos para consumo y tarjeta (variación real anual)^{a/}



a/ Desembolsos trimestrales suavizados de orden 2.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.9
Intención de comprar vivienda y carro



Fuente: Fedesarrollo (Encuesta de opinión al consumidor).

de interés para adquirir vivienda, la baja transmisión de la tasa de política obedecería, en parte, a la competencia entre las instituciones por los recursos de los programas de cobertura de tasas de interés que el Gobierno viene otorgando para la compra de vivienda¹⁰; en especial, si se tiene en cuenta que para uno de los tramos¹¹ el Gobierno impuso límites a las tasas de interés que las entidades podrían cobrar a los beneficiarios de las coberturas. Desde 2013 este esquema ha favorecido la compra de 101.512 viviendas.

10 Para mayor detalle de tales programas, véase el Recuadro 3: “Programa de cobertura de las tasas de interés para la adquisición de vivienda”, p. 69-72, *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2014.

11 Denominado Programa de cobertura Frech-contracíclico, y regulado mediante el Decreto 0701 de 2013 y las resoluciones 1263 de 2013 y 015 de 2014.

En conclusión, en el último trimestre de 2015 la transmisión de los cambios de la tasa de política a las tasas pasivas y activas de la economía se aceleró. A este comportamiento contribuyeron varios factores, como el inicio del endurecimiento de la política monetaria en los Estados Unidos, el deterioro de la prima de riesgo del país y la devaluación del peso, que elevaron las expectativas de rentabilidad externa y encarecieron el costo del financiamiento externo. Estos hechos, además de estimular al alza las tasas de captación del país, impulsaron la demanda por créditos en moneda local por parte de las empresas, y presionaron el aumento de las tasas de interés de los préstamos comerciales.

En el caso de los créditos de consumo e hipotecario, el menor ingreso real disponible de las familias, como consecuencia del aumento de la inflación y por la mayor carga financiera debido a mayores niveles de deuda, han limitado la capacidad de pago de los hogares y afectado la percepción de riesgo, tal como se deduce de las encuestas aplicadas a las entidades de crédito donde se han revelado mayores exigencias para otorgar créditos. Este sentimiento también estaría asociado con la reducción del ritmo de crecimiento de los precios de la vivienda.

Recuadro 3

ESTIMACIONES DE LA TASA NATURAL DE INTERÉS EN COLOMBIA

Sebastián Amador
Paula Andrea Beltrán*

Mediante la tasa de interés de referencia, el Banco de la República puede influir sobre el comportamiento de la economía colombiana, y el de variables como la inflación y el crecimiento del producto interno bruto (PIB), entre otras. Un porcentaje importante de los efectos de la política monetaria dependen de la distancia entre la tasa de interés de intervención y su nivel natural (o neutral).

Así, la llamada tasa de interés natural o neutral cobra especial importancia. Existen varias interpretaciones alternativas de este concepto, que surgen de la definición de Wicksell (1898) de tasa natural como aquel nivel de la tasa de interés que iguala el ahorro a la inversión y que, en ausencia de fricciones financieras, es igual al producto marginal del capital. La definición moderna más comúnmente empleada es la de Laubach y Williams (2003), quienes la especifican como aquel nivel de la tasa de interés que mantiene la brecha del producto cerrada y la inflación estable en el mediano plazo.

Por ende, las estimaciones de la tasa de interés natural hacen parte del conjunto de los diversos indicadores y análisis técnicos empleados para determinar la postura de la política monetaria.

A pesar de su utilidad, el concepto de tasa natural de interés presenta limitaciones importantes. Al ser una concepción teórica, no es observable, ni existe consenso sobre el método más adecuado para su estimación. Además, debe considerarse la elevada incertidumbre involucrada, no solo la inherente a los estimadores estadísticos, sino también aquella debida a la especificación y elección de los modelos.

En este recuadro se estima la tasa de interés natural empleando once metodologías diferentes y se comenta su evolución en el tiempo. En lo que sigue de este documento nos referiremos a la tasa natural y neutral indistintamente. Si bien algunas de las estimaciones son más cercanas a una u otra clasificación, no existe consenso sobre la más apropiada, por lo que optamos por analizarlas a ambas.

* Los autores son, en su orden, profesional especializado del Departamento de Programación e Inflación y Profesional del Departamento de Modelos Macroeconómicos. Las opiniones y errores son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Metodologías¹

Modelo de crecimiento de Solow-Swan con progreso tecnológico Harrod-neutral

El modelo de Solow-Swan explica el crecimiento económico de largo plazo mediante la acumulación de capital, la tasa de ahorro, el crecimiento de la mano de obra e incrementos exógenos de la productividad (Solow, 1956 y Swan, 1956). Suponiendo que la función de producción de la economía colombiana corresponde a una Cobb-Douglas con cambio tecnológico potenciador del trabajo (Acemoglu, 2003)², es posible obtener una expresión para la tasa de interés real de equilibrio (la tasa natural) a partir de la productividad marginal del capital (Chetwin y Wood, 2013). Para lograr este objetivo, se modifica el procedimiento descrito en Cobo (2005). Al emplear niveles no inflacionarios de utilización de los factores productivos, los resultados pueden considerarse cercanos tanto a la definición de tasa natural, como a la de neutral.

Modelos de suavizamiento del consumo

Esta metodología corresponde a una economía cerrada sin fricciones de mercado, en la que un agente representativo optimiza su programa de consumo-ahorro. La tasa de interés se obtiene a partir de la ecuación de Euler, empleando valores plausibles de los parámetros (Fuentes y Gredig, 2007; Magud y Tsounta, 2012). Aquí calculamos la tasa de interés natural empleando especificaciones con y sin hábitos en el consumo, de acuerdo con Cochrane (2001) y Campbell y Cochrane (2001). Los resultados son consistentes con las estimaciones del PIB potencial no inflacionario del Banco de la República.

Paridad descubierta de tasa de interés

La paridad de tasa de interés es una condición de no arbitraje³, bajo la cual los inversionistas son indiferentes en equilibrio a las tasas de interés de activos de dos países. Lo anterior

1 Los detalles de las estimaciones se presentan en Amador y Beltrán (2016, inédito).

2 De acuerdo con Acemoglu (2003), existe evidencia de que este tipo de cambio tecnológico es un supuesto más sólido. Ejercicios preliminares con cambio tecnológico neutral en el sentido de Hicks resultaron en estimaciones poco realistas.

3 Es una situación en la que todos los activos tienen precios apropiados y no hay forma de incrementar las ganancias mediante el arbitraje.

implica que el retorno de los activos locales será igual al retorno esperado, ajustado por riesgo y tasa de cambio, de los activos en el extranjero. Para obtener la estimación, a la tasa natural de los Estados Unidos publicada por la Reserva Federal de San Francisco, se le suma el *emerging markets bond index* (EMBI) como medida de la prima de riesgo de Colombia, las expectativas a doce meses de depreciación de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* y la diferencia entre las metas de inflación estadounidense y colombiana. La serie resultante es filtrada por el método de Hodrick-Prescott para obtener valores tendenciales. A diferencia de las metodologías anteriores, esta refleja puramente el efecto de las condiciones de financiamiento externo sobre la tasa de interés interna.

Filtro de Hodrick-Prescott (HP)

El filtro HP es una de las herramientas más utilizadas para extraer tendencias de series estadísticas. Este método supone que los cambios permanentes en el nivel de la tasa de interés observada corresponden a cambios del nivel de la tasa natural. De esta forma, el componente que refleja solamente los cambios en las frecuencias más bajas (el tendencial) corresponde a la tasa natural⁴.

Regla de Taylor dinámica

La regla de Taylor (1993) indica los movimientos de la tasa de interés de política con los que un banco central debería responder a cambios en la inflación, la tasa de crecimiento del PIB y posiblemente a otras variables económicas. Para obtener una tasa natural consistente con este método, estimamos la regla de Taylor mediante el filtro de Kalman, suponiendo que la tasa natural sigue un paseo aleatorio.

Modelo de factor latente común

Es razonable pensar que, ignorando posibles fricciones financieras, las tasas de largo plazo reflejan las expectativas del mercado sobre el comportamiento futuro de las tasas de corto plazo (Fuentes y Gredig, 2007). Explotando esta relación, obtenemos tasas naturales mediante la representación estado-espacio de tres modelos diferentes. En el primero únicamente sigue la dinámica entre las tasas de corto y largo plazos. En el segundo se controla por expectativas de inflación. En el tercero se modelan las relaciones entre las tasas de corto y largo plazos de los Estados Unidos y de Colombia suponiendo que la tasa natural del segundo país depende de la del primero, más un *spread* que sigue un paseo aleatorio.

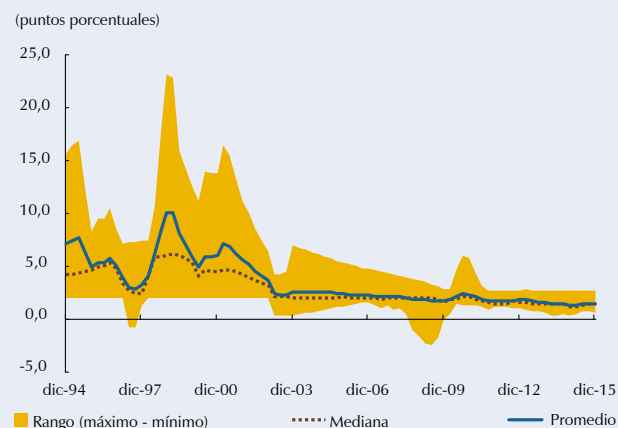
Modelos nekeynesianos de expectativas adaptativas y racionales

Si bien la tasa natural no es observable, la teoría económica señala formas en las que esta se puede relacionar con variables que sí lo son. Siguiendo a González *et al.* (2012) estimamos dos versiones de un modelo que incluye una regla de Taylor, una curva de inversión-ahorro (IS, por su sigla en inglés), una curva de Phillips y ecuaciones que describen el comportamiento de la tasa de interés real y la tasa de cambio real. La diferencia entre las dos versiones del modelo es que tienen diferentes procesos de formación de expectativas de inflación: en uno son adaptativas, mientras que en el otro son racionales.

Resultados y algunas consideraciones

El Gráfico R3.1 muestra la evolución en el tiempo de la mediana, el promedio y el rango entre los valores máximo y mínimo de las once metodologías para cada trimestre. Las estimaciones cubren el periodo 1994-2016. Vale la pena resaltar que tanto las estimaciones puntuales como la incertidumbre asociada⁵ son cambiantes en el tiempo. Debe tenerse en cuenta que, si bien es posible obtener el promedio o la mediana para resumir las diferentes estimaciones en una sola, estas estadísticas de tendencia central no necesariamente son informativas, pues ignoran los intervalos de confianza asociados con cada cálculo y la falta de consenso sobre el método preferido. No obstante, ambas ofrecen una idea de la evolución del conjunto de medidas en el tiempo.

Gráfico R3.1
Estimaciones de tasa natural de interés



Nota: los métodos son explicados en detalle en Amador y Beltrán (2016, inédito). Solamente se presenta el rango entre las estimaciones mínima y máxima, por lo que la incertidumbre podría ser mayor que lo que este gráfico sugiere. Adicionalmente, dada la incertidumbre, y al no existir una metodología preferida por consenso, el promedio y la mediana no necesariamente son informativos.
Fuente: Amador y Beltrán (2016, inédito).

4 Se incluyen pronósticos de la TIB para evitar que los resultados sean excesivamente sensibles al último dato de la serie de tiempo.

5 Medida por el rango entre la estimación mínima y máxima para cada momento.

Como se señaló, hay un alto grado de dispersión entre las diferentes estimaciones. Al juzgar por el promedio y la mediana, es bastante probable que la tasa natural haya disminuido en el periodo de análisis. Magud y Tsounta (2012) estiman una tasa natural real de 2,3% para Colombia, con información a mayo de 2012. Las estimaciones presentadas en este recuadro resultan en un promedio de 1,41% para 2015 (Cuadro R3.1).

Cuadro R3.1
Estimaciones de la tasa de interés natural

Modelo	Año 2015
Modelo de Solow-Swan	0,74
Suavizamiento del consumo	2,00
Suavizamiento del consumo con hábitos	2,68
Paridad descubierta de tasa de interés	0,74
Filtro HP	0,81
Regla dinámica de Taylor	1,44
Factor latente	2,18
Factor latente con expectativas	1,41
Factor latente Estados Unidos-Colombia	1,20
Modelo NK adaptativo	1,40
Modelo NK racional	0,87
Máximo	2,68
Mínimo	0,74
Promedio	1,41
Mediana	1,40

Nota: los métodos son explicados en detalle en Amador y Beltrán (2016, inédito). Solamente se presentan los valores más probables, por lo que la incertidumbre, podría ser mayor que lo que este gráfico sugiere. Adicionalmente, dada la incertidumbre y al no existir una metodología preferida por consenso, el promedio y la mediana no necesariamente son informativos.
Fuente: Amador y Beltrán (2016, inédito).

Varios factores pueden explicar la tendencia decreciente observada. Entre los externos están las persistentemente bajas tasas de interés internacionales. Los modelos que incluyen componentes de financiación externa muestran el posible efecto que esto habría tenido sobre la tasa natural real colombiana. Cambios en algunas variables locales, como el aumento en la tasa de ahorro y el menor crecimiento de la población, también contribuyen a explicar la tendencia decreciente registrada de la tasa de interés natural. Hacia adelante esta tendencia puede ser compensada por movimientos en las primas de riesgo soberano asociadas con una liquidez global menos amplia y con los efectos fiscales de una reducción duradera de los precios internacionales de petróleo.

Es importante recordar que, de acuerdo con las metodologías aquí planteadas, la tasa de interés natural puede variar en forma importante en el tiempo, lo cual suma aún más incertidumbre al ejercicio. Las estimaciones de la tasa natural de interés, así como su variabilidad en el tiempo e incertidumbre son incorporadas en el amplio conjunto de información que el Banco de la República utiliza para definir la postura de la política monetaria.

Referencias

- Acemoglu, D. (2003). "Labor and Capital Augmenting Technical Change", *Journal of the European Economic Association*, vol. 1, núm. 1, pp. 1-37.
- Amador, J. S.; Beltrán, P. A. (2016, inédito) "Estimaciones de la tasa natural de interés en Colombia", Banco de la República.
- Campbell, J. Y.; Cochrane, J. H. (1999). "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior", *Journal of Political Economy*, vol. 107, núm. 2, pp. 205-251.
- Chetwin, W.; Wood, A. (2013). "Neutral Interest Rates in the Post-crisis Period", *Analytical Note*, núm. AN2013/07, Reserve Bank of New Zealand.
- Cochrane, J. H. (2001). *Asset Pricing*, New Jersey: Princeton University Press.
- Cobo, A. (2005). "Output Gap in Colombia: an Eclectic Approach", *Borradores de Economía*, núm. 327, Banco de la República.
- Fuentes, R.; Gredig, F. (2008). "La tasa de interés neutral: estimaciones para Chile", *Economía Chilena*, vol. 11, núm. 2, pp. 47-58.
- González, A.; Ocampo, S.; Pérez, J.; Rodríguez, D. (2013). "Output gap and Neutral interest measures for Colombia", *Monetaria*, vol. 1, núm. 2, pp. 231-286.
- Laubach, T.; J. C. Williams (2003). "Measuring the Natural Rate of Interest", *Review of Economics and Statistics*, vol. 85, núm. 4, noviembre, pp. 1063-1070.
- Laubach, T.; Williams, J. C. (2015). "Measuring the Natural Rate of Interest Redux", *Working Paper*, núm. 2015-16, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Magud, M.; Tsounta, E. (2012). "To Cut or Not to Cut? That is the (Central Bank's) Question In Search of the Neutral Interest Rate in Latin America", *Working Paper*, núm. 12-243, International Monetary Fund.
- Solow, R. M. (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 65-94.
- Swan, T. W. (1956). "Economic Growth and Capital Accumulation", *Economic Record*, vol. 32, núm. 2, pp. 334-361.
- Taylor, J. B. (1993). "Discretion versus Policy Rules in Practice", en *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195-214, North-Holland.
- Wicksell, K. (1898). *Geldzins und Guterpreise*, traducido por R. F. Kahn (1936), con el título *Interest and Prices*.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

En 2015 la depreciación nominal y real del peso fue significativa, la deuda del sector privado moderó su tasa de crecimiento y los precios de la vivienda se desaceleraron.

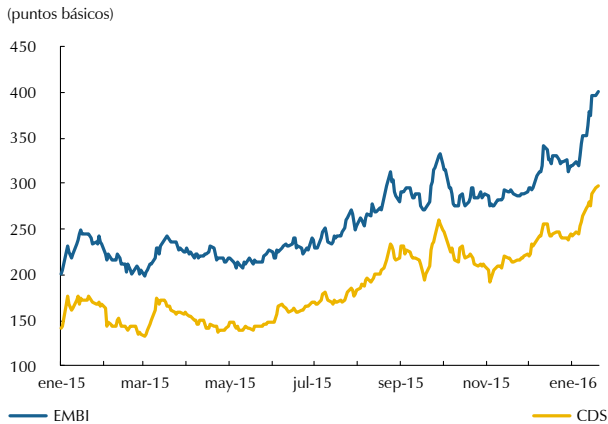
De acuerdo con las tendencias proyectadas en este *informe*, la economía colombiana se seguirá ajustando en 2016 y sus desbalances macroeconómicos se reducirían.

En los últimos meses la caída en el precio internacional del petróleo ha sido continua y más profunda de lo anticipado; la depreciación del peso ha superado los pronósticos, y la prima de riesgo país y las tasas de interés externas para Colombia se han incrementado. En particular, entre 2014 y 2015 el precio promedio del crudo Brent pasó de USD 99,2 a USD 52,9; el peso se depreció frente al dólar 37%; el EMBI Colombia y los CDS aumentaron algo más de 80 pb, y las tasas de interés internacionales, como la Libor a tres y seis meses, registraron alzas sostenidas a lo largo del año (gráficos 52 y 53).

A pesar de lo anterior, en el escenario central de pronóstico para 2015 (presentado en el capítulo I de este *Informe*) se estima un déficit en la cuenta corriente ligeramente inferior (en dólares) al registrado en 2014, cifra históricamente alta. En esta proyección la ampliación en dólares del déficit de la balanza comercial de bienes, explicada principalmente por la reducción en el valor de las exportaciones de crudo, sería compensada por los menores pagos de renta de factores y de servicios al exterior, y por el incremento en los ingresos por transferencias, (remesas y otros). En 2015 se acumularía un descenso de las exportaciones industriales, a pesar de la depreciación nominal y real.

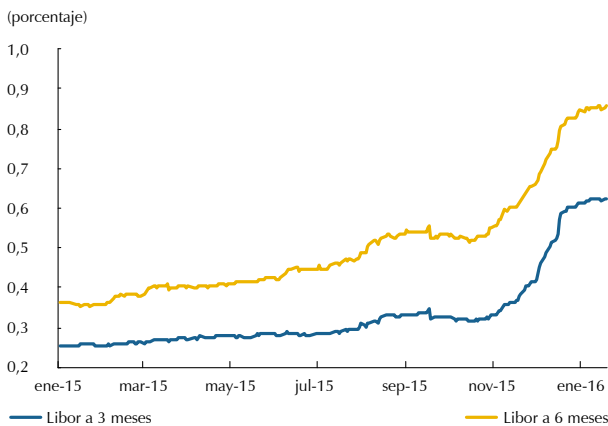
Por el lado del financiamiento, hasta el tercer trimestre y ante la caída de la IED, la inversión de cartera constituyó la principal fuente de recursos, aunque se redujo

Gráfico 52
Indicadores de riesgo



Nota: datos hasta el 19 de enero de 2016.
Fuentes: Bloomberg (para los CDS) y Datastream (para el EMBI).

Gráfico 53
Tasas de interés internacionales



Nota: datos hasta el 19 de enero de 2016.
Fuente: ICE Benchmark Administration Limited.

frente al valor récord de 2014⁶. El endeudamiento externo también permitió fundear una porción mayor del déficit que durante el año anterior. Así, en todo 2015 el país continuó recibiendo financiación del exterior, pero en el margen recurrió a fuentes de recursos que son consideradas menos estables que la IED. En el contexto interno el crédito siguió creciendo a tasas positivas pero menores a las de años anteriores, al igual que el precio de la vivienda.

Como se ha mencionado en otros informes, el seguir acumulando pasivos externos e internos reduce el margen de maniobra de la economía ante choques negativos no previstos. Hasta el momento los efectos de la caída fuerte, rápida y probablemente persistente del ingreso nacional se han suavizado con el financiamiento del gasto, situación que se ha reflejado en una desaceleración moderada del producto. No obstante, para mantenerse en una senda sostenible de crecimiento, la demanda tiene que acomodarse al nuevo nivel de ingreso. El deterioro del producto, del empleo y del bienestar en general estará determinado, entre otras razones, por la velocidad con que se dé dicho ajuste y por la rapidez con que ocurra la reasignación de recursos para producir bienes y servicios transables y no transables.

Los indicadores a los que se les hace seguimiento en este capítulo muestran que ya se estarían registrando algunas correcciones. La depreciación del peso, la moderación en la tasa de crecimiento del crédito (en

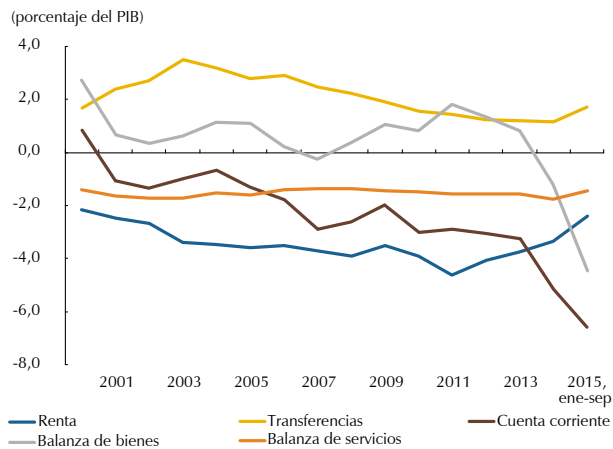
particular en el caso de los hogares) y la desaceleración de los precios de la vivienda apuntan en esa dirección. En la cuenta corriente, si bien la debilidad de la demanda de nuestros socios comerciales no ha permitido que las exportaciones de bienes distintos a los mineros reaccionen, ya se han observado algunas caídas recientes en las importaciones y cierta recuperación en la balanza de servicios. En este contexto, para 2016 se proyecta una caída cercana a los USD 3.000 m de la cuenta corriente, explicada por una reducción del déficit comercial, y por un menor valor de los pagos por renta de los factores y por servicios no factoriales.

En esta sección se describe el comportamiento de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el endeudamiento y los precios de la vivienda, variables que

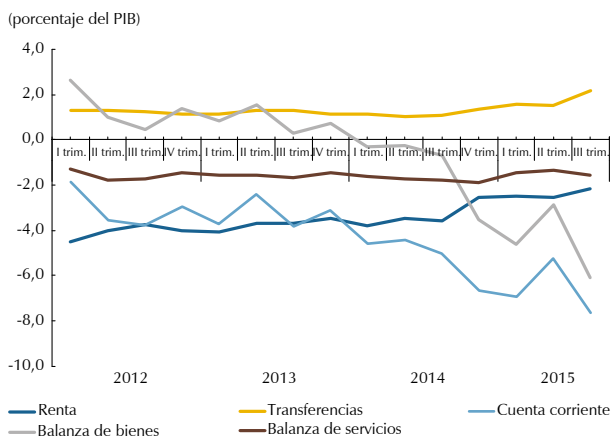
6 Las entradas por inversión de cartera en 2014 fueron atípicamente altas por el rebalanceo de los índices de deuda soberana emergente de JP Morgan. Véase *Reportes del Emisor*, núm. 179: "Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes", Banco de la República, abril de 2014.

Gráfico 54
Cuenta corriente y sus componentes

A. Anual



B. Trimestral



Fuente: Banco de la República.

la literatura ha señalado como claves para identificar posibles desbalances macroeconómicos. También, se presenta un indicador de desbalance agregado, que combina los desequilibrios estimados para dichas variables⁷.

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

En lo corrido de 2015 a septiembre el déficit de la cuenta corriente se amplió en USD 1.246 m frente al mismo periodo de 2014. Como porcentaje del PIB, pasó de 4,7% a 6,6%, principalmente por efecto de la depreciación del peso en la valoración en dólares del PIB nominal.

En general, tanto la tendencia como la volatilidad de la cuenta corriente están explicadas en mayor medida, por el comportamiento de la balanza comercial de bienes (Gráfico 54). Como se mencionó en el capítulo I, esta última ha registrado un desbalance significativo por cuenta de la mayor reducción de las ventas externas frente a las compras. Mientras las exportaciones de bienes disminuyeron un 33% en lo corrido del 2015 a septiembre, debido fundamentalmente a la caída en los precios de los principales productos de exportación, las importaciones lo hicieron en 13,3%⁸. La evolución del comercio exterior de servicios ha mostrado una reacción más rápida que la balanza comercial de bienes a la fuerte depreciación real; en este sector las exportaciones han aumentado y las importaciones han descendido.

Además de esto, la reducción de casi 50% en las utilidades de las filiales y sucursales de inversionistas extranjeros en el país⁹ y el aumento de los ingresos por transferencias corrientes (remesas de trabajadores y otros), también contribuyó a ejercer menos presión en el déficit corriente (Gráfico 54).

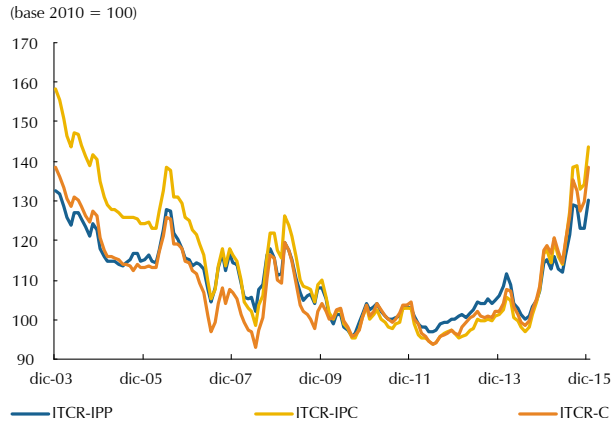
La caída en los precios de los principales productos de exportación, que ha generado un fuerte deterioro de los términos de intercambio, además de reflejarse

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

8 De acuerdo con los datos de la balanza de pagos de Colombia con cifras a septiembre de 2015.

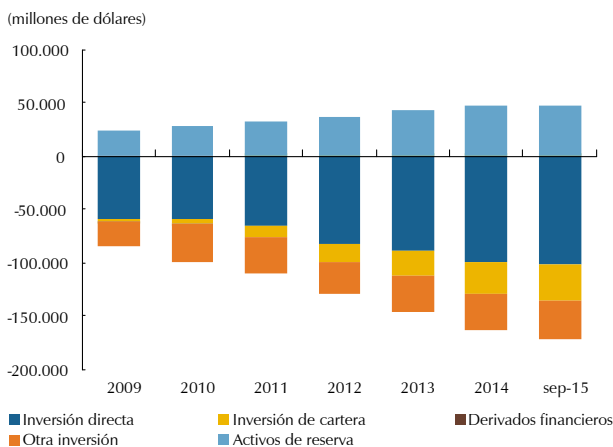
9 Reducción explicada, principalmente, por la caída en los precios internacionales de los principales productos de exportación (petróleo, derivados del petróleo y carbón) y por el menor valor en dólares (por la depreciación del peso frente al dólar) de las utilidades generadas en pesos colombianos por las filiales y sucursales pertenecientes a sectores no transables.

Gráfico 55
Índices de tasa de cambio real



Nota: el ITCR-IPP y el ITCR-IPC comparan el poder adquisitivo del peso colombiano frente a nuestros principales socios comerciales utilizando como deflactor el IPP y el IPC, respectivamente. En el ITCR-C (o de competitividad) se hace una comparación frente a nuestros principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 56
Estructura de la posición de inversión internacional colombiana



Fuente: Banco de la República.

en el déficit comercial, ha contribuido a la significativa depreciación real. Al cierre de 2015, y frente a los principales socios comerciales, esta fue de 14% anual según el índice deflactado con el IPP (ITCR-IPP) y de 23% para el índice deflactado con el IPC (ITCR-IPC)¹⁰. Frente a los principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, textiles y flores, la depreciación real fue de 18% (ITCR-C)¹¹. Con esto, en diciembre de 2015 los diferentes índices se situaron en niveles similares a los registrados a mediados de 2004. El aumento en las primas de riesgo y la caída de los ingresos del Gobierno, que implicaría una menor dinámica esperada de su consumo, también estarían influyendo en este comportamiento (Gráfico 55).

Por el lado del financiamiento, en lo corrido de 2015 al tercer trimestre, la inversión de cartera fue la principal fuente, con el 61% de los recursos (USD9.110 m), aunque cayó 15% (algo más de USD 1.600 m) frente al acumulado enero-septiembre de 2014, cuando se presentó la inusual entrada de capitales por la recomposición de los índices de deuda soberana emergente de JP Morgan. Por su parte, la inversión directa tuvo una reducción de 42%¹², al pasar de USD 10.169 m a USD 5.857 m. El endeudamiento externo registró entradas netas por USD 1.776 m, que contrastan con los pagos netos observados en el mismo período un año atrás (USD 3.725 m). Cabe mencionar que, a pesar de las significativas entradas de capital de portafolio en los últimos dos años, el principal pasivo externo de Colombia sigue siendo la inversión directa (Gráfico 56).

B. DEUDA

Al cierre de 2015 el endeudamiento privado se estima en cerca de 63% del PIB (44% para las empresas y 19% para los hogares) (Gráfica 57) y continúa creciendo por encima del PIB nominal. En cuanto al de las empresas, el endeudamiento

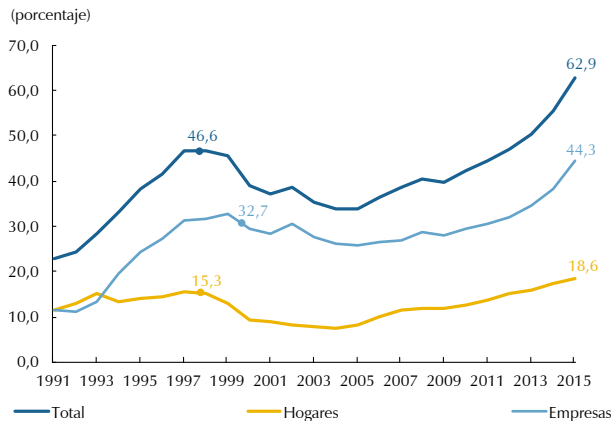
10 Para el promedio del año la depreciación es similar.

11 Si se compara frente a julio de 2014, cuando los índices alcanzaron el mínimo de los últimos dos años, la depreciación real a diciembre de 2015 fue de 30% según el ITCR-IPP, de 48% según el ITCR-IPC y de 41% según el ITCR-C.

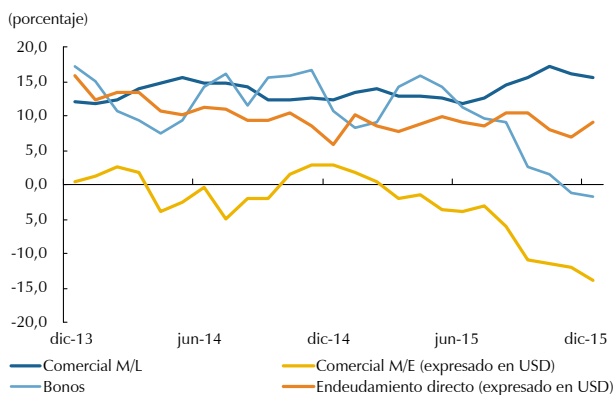
12 La inversión extranjera directa tuvo una caída de 26%, mientras que la inversión colombiana directa en el exterior registró un aumento de 43%.

Gráfico 57
Endeudamiento de las empresas y de los hogares^{a/}

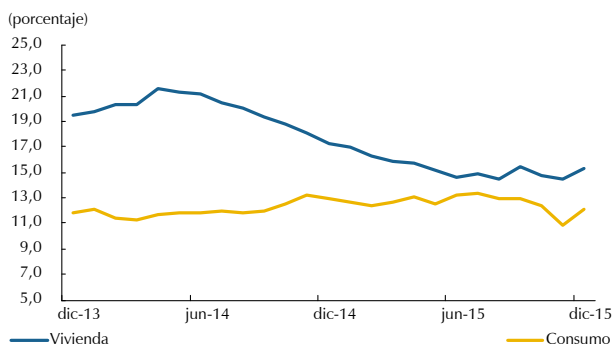
A. Saldo/PIB



B. Empresas (variación anual)



C. Hogares (variación anual)



Nota: incluye la cartera de los establecimientos de crédito, titularizaciones de cartera hipotecaria, los bonos emitidos por el sector real en el mercado local y el endeudamiento externo directo. No incluye la cartera de las entidades vigiladas por la Superintendencia de la Economía Solidaria ni el Fondo Nacional del Ahorro. A junio de 2015 la cartera de estas entidades se estima en cerca de 2,5% del PIB.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

directo¹³ mantuvo tasas de crecimiento en dólares ligeramente por debajo de las observadas en 2014, y desde el segundo semestre de 2015 se ha evidenciado alguna sustitución de los créditos intermediados en moneda extranjera (M/E) por préstamos en moneda legal (M/L)¹⁴. Estos últimos mostraron una aceleración, mientras que la emisión de bonos por parte de las empresas del sector real se estancó¹⁵. Con respecto al endeudamiento de los hogares, el aumento de los créditos destinados a la compra de vivienda mantuvo la desaceleración que viene presentando desde 2014, al tiempo que los de consumo redujeron su ritmo de crecimiento en los últimos meses del año (Gráfico 57).

De acuerdo con los escenarios descritos en los capítulos anteriores de este Informe, las condiciones que estaría enfrentando el país durante este año hacen pensar que los deudores y los establecimientos de crédito podrían estar en una situación más vulnerable. Como se mencionó en el capítulo I, para 2016 se prevé una reducción y un mayor costo del financiamiento externo.

De igual manera, en un escenario de desaceleración económica en el que es posible que se observen deterioros en las ventas de las empresas, en el mercado laboral y en los ingresos de los hogares, los bancos tenderían a endurecer las condiciones para otorgar crédito, tal como algunos prevén según la Encuesta trimestral sobre la situación del crédito en Colombia de diciembre de 2015. De hecho, el panorama económico en Colombia y la materialización del riesgo de crédito son dos de los factores que más preocupan a los establecimientos de crédito, según la Encuesta de percepción de riesgos del sistema financiero aplicada en noviembre y diciembre de 2015. Otros factores que podrían desacelerar la dinámica del financiamiento en pesos y encarecer su costo son:

13 Aquel que se contrata sin la intermediación de la banca local y que representa cerca del 30% del endeudamiento de las empresas.

14 Véase Encuesta de endeudamiento externo y cupos de diciembre de 2015.

15 Durante 2015 solamente emitieron bonos en el mercado colombiano: Terpel, Promigás, EPM e ISA. Todas las emisiones ocurrieron en el primer semestre.

Varios factores podrían desacelerar la dinámica del financiamiento en pesos y encarecer su costo.

- Los aumentos de la tasa de intervención del Banco de la República que se han dado desde septiembre de 2015 encarecen la liquidez primaria, lo cual debe transmitirse a las demás tasas de interés. El mayor costo del crédito y, por tanto, de la carga financiera, desestimula la demanda de crédito. Adicionalmente, la mayor inflación, que deteriora el ingreso real, y el aumento de los indicadores que miden la prima de riesgo del país que se ve reflejado en varios sectores de la economía, podrían generar aumentos en las exigencias por parte de los establecimientos de crédito para otorgar préstamos.
- Los incrementos en la tasa de interés externa, la volatilidad del tipo de cambio y las expectativas sobre su tendencia¹⁶ contribuyen a que las grandes empresas con acceso al financiamiento externo continúen recomponiendo sus pasivos hacia aquellos denominados en pesos, tal como lo han venido haciendo en los últimos meses. Esto podría reducir los recursos disponibles para clientes más pequeños, como pymes y hogares.
- Los mismos factores pueden inducir también una recomposición de los portafolios del sector privado en favor de activos externos. Aunque esta recomposición puede no ser fácil para pequeños ahorradores (como las familias), si clientes institucionales la realizan, podría tener impacto sobre algunas entidades y su costo de financiamiento¹⁷.
- Como se presentó en el capítulo I, para este año se espera una reducción en los flujos de capital hacia el país. Varios autores plantean que estos flujos acentúan los ciclos de crédito¹⁸ y, por tanto, menores entradas de capital podrían traducirse en menores fondos prestables en pesos.
- En la medida en que los proyectos de las concesiones 4G requieran financiación de la banca local, si todo lo demás permanece constante, los recursos disponibles para prestar a los demás clientes podrían reducirse¹⁹.
- La banca, en su proceso de internacionalización, puede tener incentivos a adoptar las recomendaciones de Basilea III (aunque no sea exigido por la regulación colombiana), lo cual, según algunos documentos de la Asociación

16 Según la *Encuesta mensual de expectativas económicas* de febrero de 2016 que realiza el Banco de la República a analistas económicos, para el cierre de 2016 y 2017 se espera una relativa estabilidad del peso colombiano (la media indica una depreciación de cerca del 2% anual para 2016 y una apreciación de 4% para 2017).

17 Al respecto, véase Cabrera, Pirateque, y Hurtado (2015). “Concentración y competencia en los mercados de depósitos y créditos”, Informe Especial de Estabilidad Financiera, Banco de la República, septiembre de 2015.

18 Véase por ejemplo, Igan y Tan (2015), “Capital Inflows, Credit Growth, and Financial Systems”, Working Paper, núm. 15/193, FMI; Furceri, Guichard, Rusticelli, (2011). “The Effect of Episodes of Large Capital Inflows on Domestic Credit”, Working Papers, núm. 864, OECD Economics Department.

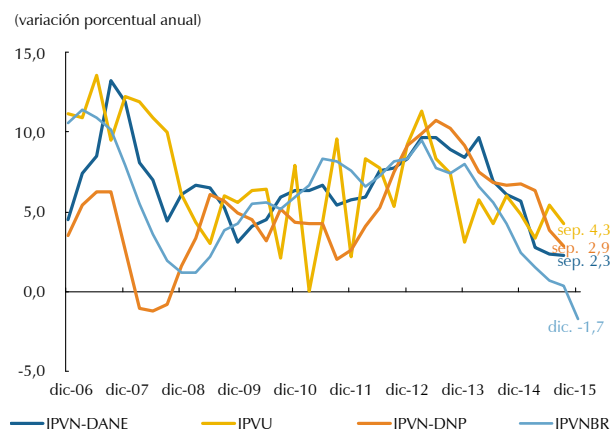
19 Según el presidente de la Agencia Nacional de Infraestructura, los planes de infraestructura (4G más otros proyectos que se encuentran en marcha) requieren inversiones por cerca de COP3 billones anuales, buena parte de lo cual debe ser financiado. Véase <http://www.portafolio.co/economia/arranque-proyectos-viales-necesita-3-billones-este-ano>

Nacional de Instituciones Financieras (Anif), limitaría la capacidad de los bancos de colocar cartera²⁰.

Así las cosas, cabe esperar que la deuda de los hogares y de las empresas siga moderando su ritmo de aumento, escenario que sería coherente con el endurecimiento de las condiciones externas y con el deterioro del ingreso nacional.

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

Gráfico 58
Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)^{a/}



a/ Información al tercer trimestre de 2015 para el IPVN-DANE, el IPVU y el IPVN-DNP. Para el IPVNBR el último dato corresponde al del cuarto trimestre de 2015.
Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

Los precios de la vivienda relativos al IPC vienen mostrando una desaceleración desde cerca de dos años. Si bien los índices se mantienen en máximos históricos, sus tasas de crecimiento, tanto en términos reales como nominales, se han reducido sustancialmente (Gráfico 58).

En términos de cantidades, según las cifras de Camacol durante 2015 las unidades vendidas crecieron 3%, muy por debajo de lo observado en años anteriores²¹. Por tipo de vivienda, la de interés social (VIS) mostró una caída del 8%, en especial debido al efecto base que implicó el programa Casa-Ahorro²². En la no VIS se registró un crecimiento de 10%, impulsado por la dinámica del segmento con precio entre 135 SMMLV y 335 SMMLV, que creció 14,8% (Gráfico 59). En este último grupo, tanto las ventas como los lanzamientos se aceleraron en el segundo semestre tras los anuncios de un programa de subsidio a

la tasa de interés, que fue lanzado formalmente en enero de 2016²³. Cabe mencionar que las ventas en el segmento con precio superior a 335 SMMLV también repuntaron en la segunda mitad del año y cerraron con un aumento de 3,5% frente a 2014.

Para 2016, además del subsidio a la tasa de interés para vivienda no VIS, operará el componente del programa Mi Casa Ya²⁴ dirigido a compra de vivienda VIS con

20 Véase, por ejemplo, Clavijo *et al.* (2015). “Regulación bancaria: sus costos y efectos sobre la bancarización”, Anif-Bancolombia.

21 Entre 2010 y 2014 el crecimiento anual fue en promedio 10%.

22 En este programa, dirigido a la compra de vivienda de interés prioritario (VIP, con precio hasta 70 SMMLV) por parte de hogares con ingresos inferiores a los dos SMMLV, que tengan ahorrado el 5% del valor de la vivienda y que tengan un crédito preaprobado, el Gobierno entrega entre 25 y 30 SMMLV para el pago de la cuota inicial y un subsidio a la tasa de interés (5 pp). En 2014 las ventas de vivienda VIS se incrementaron 28%.

23 El subsidio equivaldría a 2,5 pp.

24 Este programa está dirigido a la compra de vivienda de interés social no VIP (con precio entre 70 SMMLV y 135 SMMLV) por parte de hogares con ingresos entre 2 SMMLV y 4 SMMLV. El gobierno entrega una parte del pago de la cuota inicial (entre 12 y 20 SMMLV) y subsidio a la tasa de interés de 4 pp.

Gráfico 59
Ventas de vivienda nueva por rango de precio

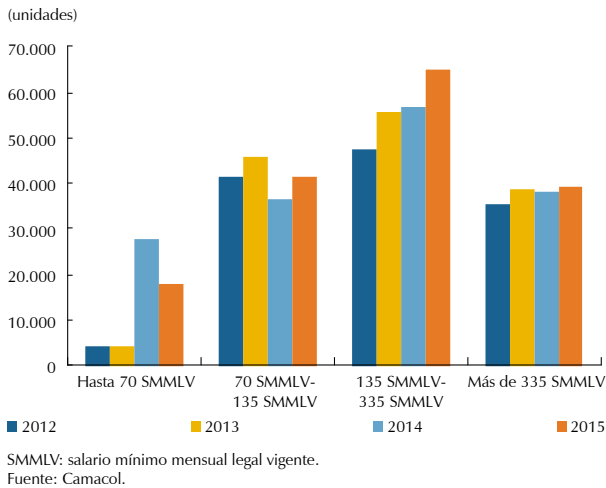
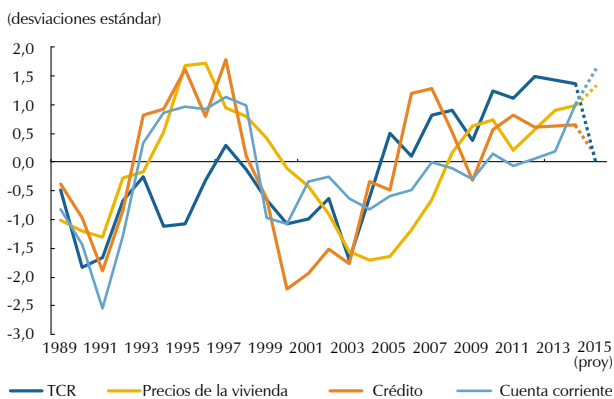
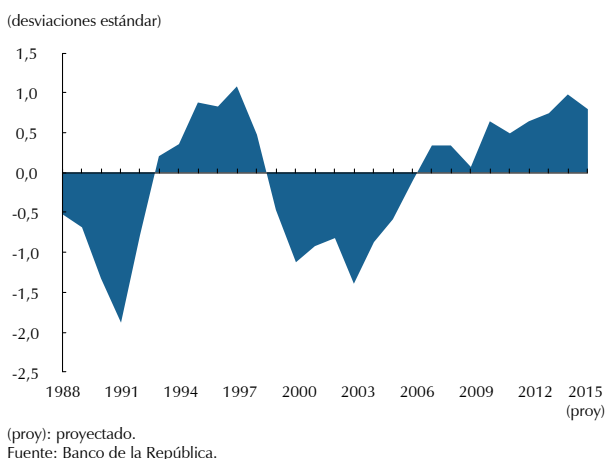


Gráfico 60
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito^{a/}



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

Gráfico 61
Índice de desbalance macroeconómico



precio entre 70 SMMLV y 135 SMMLV. En los segmentos en los que se enfocan los programas del Gobierno, la oferta ha respondido con incrementos en los lanzamientos de cerca de 20% anual, lo que debería mitigar los aumentos en los precios. Adicionalmente, el deterioro en el ingreso de las familias debido al aumento de la inflación y el freno a la creación de empleo; el aumento observado y esperado en las tasas de interés de los créditos que incrementa el costo de financiamiento y la carga financiera de los hogares, y preferencias de los agentes por adquirir activos externos, son factores que pueden seguir deteriorando la demanda por vivienda. Con esto cabe esperar que los índices de vivienda nueva y usada sigan registrando una moderación en sus tasas de aumento.

D. ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

Durante 2015 se presentó una ampliación del déficit en la cuenta corriente relativo al PIB, una depreciación real del peso y una moderación en el crecimiento del crédito y de los precios de la vivienda. Acorde con eso, los cálculos del equipo técnico indican que la brecha²⁵ en la cuenta corriente frente a su estimación de largo plazo sería mayor que la de 2014, mientras que las de las otras variables presentadas estarían disminuyendo, en particular la de la TCR (Gráfico 60). Con esto, el desequilibrio agregado habría tenido cierta corrección durante el año (Gráfico 61).

Frente a la estimación del *Informe sobre Inflación* de octubre de 2015, el desbalance estimado para la cuenta corriente aumentó de forma leve, de acuerdo con el incremento en la proyección del déficit, mientras que los demás se redujeron.

25 Entendida como la diferencia entre el valor observado y su estimación de valor de largo plazo. En el caso de la TCR se presenta el negativo, de forma tal que en todos los casos brechas positivas indican desequilibrios.

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 22 de enero de 2016.

1. Proyecciones para 2016

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 2,58%, 30 pb menos que el estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior. Por

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 en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	2,00	6,33	3.700	6,75	4,50	10,20
ANIF	2,50	4,70	n. d.	6,40	2,70	10,10
Banco de Bogotá ^{a/}	3,20	4,40	3.050	6,14	2,50	8,60
Bancolombia	2,60	4,40	3.410	6,46	4,30	9,20
BBVA Colombia ^{a/}	2,00	4,50	3.189	6,24	3,90	10,80
BGT Pactual	2,30	4,50	3.050	n. d.	3,60	9,60
Corficolombiana	2,80	4,50	2.600	5,00	3,70	9,30
Corpbanca ^{b/}	2,90	4,50	3.260	5,10	4,40	9,60
Corredores Davivienda ^{c/}	2,60	4,50	3.300	5,91	3,60	9,45
Credicorp Capital ^{d/}	2,30	4,50	2.800	5,50	3,10	9,20
Davivienda	2,60	4,50	3.300	5,91	3,60	9,45
Fedesarrollo	2,50	5,50	n. d.	n. d.	3,40	n. d.
Ultraserfincos ^{e/}	3,20	5,50	2.950	5,95	n. d.	8,70
Promedio	2,58	4,79	3.146	5,94	3,61	9,52
Analistas externos						
Citi	2,40	4,30	3.340	5,80	3,60	9,4
Deutsche Bank	2,80	4,60	3.275	n. d.	3,80	9,2
Goldman Sachs	2,80	4,20	3.333	n. d.	3,80	n. d.
JP Morgan	2,20	4,60	3.100	n. d.	3,60	n. d.
Promedio	2,55	4,43	3.262	5,80	3,70	9,3

n. d.: no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antigo Banco Santander.

c/ Antigo Corredores Asociados.

d/ Antigo Correval.

e/ Antigo ultrabursátiles

Fuente: encuesta electrónica.

Cuadro A2
Proyecciones para 2017

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	2,80	4,89	3.900
ANIF	3,40	3,50	n. d.
Banco de Bogotá	3,80	3,50	3.000
Bancolombia	2,90	3,10	3.220
BBVA Colombia	3,00	3,20	2.800
BGT Pactual	3,00	3,30	3.120
Corficolombiana	3,50	3,00	2.500
Corpbanca ^{a/}	4,00	3,00	3.000
Corredores Davivienda ^{b/}	n. d.	n. d.	n. d.
Credicorp Capital ^{c/}	3,20	3,20	2.600
Davivienda	n. d.	n. d.	n. d.
Fedesarrollo	3,00	4,00	n. d.
Ultraserfinco ^{d/}	3,70	3,38	3.500
Promedio	3,30	3,46	3.071
Analistas externos			
Citi	3,00	3,30	3.000
Deutsche Bank	3,20	3,80	n. d.
Goldman Sachs	3,20	3,00	3.399
JP Morgan	3,50	3,00	3.200
Promedio	3,23	3,28	3.200

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

su parte, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 2,55%.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales estiman una inflación del 4,79%, mientras los extranjeros prevén un incremento en los precios al finalizar el año del 4,43%; ambas proyecciones se encuentran fuera del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2015 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio COP3.146,27 por dólar, frente a los COP2.900,91 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP3.262 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 5,94%; es decir, 83 pb superior que lo estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 9,5%.

2. Proyecciones para 2017

Para 2017 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,30% y los extranjeros uno de 3,23%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,46% y 3,28%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP3.071 y las externas de COP3.200.