



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Marzo de 2011 

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Marzo de 2016*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 29 de abril 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 inflación y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Contexto internacional	15
B. Balanza de pagos	26
Recuadro 1: Evolución del balance de servicios no factoriales en Colombia	33
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	36
A. Comportamiento del pib durante el cuarto trimestre de 2015 y todo 2015	36
B. El PIB del primer trimestre de 2016	40
III. Desarrollos recientes de la inflación	47
A. La inflación básica	49
B. Inflación de alimentos	52
Recuadro 2: Elasticidades de transmisión del tipo de cambio a los precios	54
IV. Pronósticos de mediano plazo	58
A. Crecimiento económico para 2016	58
B. Inflación	63
Recuadro 3: Indicador de inflación básica	71
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica	73
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	75
B. Endeudamiento	76
C. Precios de la vivienda	78
D. IDM	78
Recuadro 4: Paradas repentinas (<i>sudden stops</i>) en los flujos de capital: el caso colombiano	81
Anexo	
Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	85

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	PIB real de los Estados Unidos	16
Gráfico 2	Tasa de desempleo y creación de empleo en los Estados Unidos	16
Gráfico 3	Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos	17
Gráfico 4	PIB real de la zona del euro	17
Gráfico 5	Indicadores de inflación anual total y básica en Europa	17
Gráfico 6	Crecimiento anual del PIB real para China	18
Gráfico 7	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina	18
Gráfico 8	Inflación anual para algunas economías de América Latina	18
Gráfico 9	Índice de términos de intercambio	19
Gráfico 10	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	19
Gráfico 11	Precios internacionales de los alimentos	20
Gráfico 12	Índices de volatilidad financiera	21
Gráfico 13	Índices accionarios globales	21
Gráfico 14	Índice de tasa de cambio del dólar	21
Gráfico 15	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	22
Gráfico 16	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	22
Gráfico 17	Crecimiento promedio de los socios comerciales	23
Gráfico 18	Exportaciones totales	27
Gráfico 19	Importaciones FOB totales	27
Gráfico 20	Producto interno bruto	36
Gráfico 21	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	40
Gráfico 22	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado)	41
Gráfico 23	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles ni vehículos automotores, desestacionalizado)	41
Gráfico 24	Registro de matrículas de vehículos nuevos	42
Gráfico 25	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	42
Gráfico 26	Tasa de desempleo (trimestre móvil enero-febrero-marzo)	42
Gráfico 27	Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil desestacionalizado)	43
Gráfico 28	Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)	43
Gráfico 29	Número de ocupados y variación anual	43
Gráfico 30	Empleo por tipo de ocupación	44
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	44
Gráfico 32	Producción de café	45
Gráfico 33	Producción industrial real total	45
Gráfico 34	Producción de petróleo	46
Gráfico 35	Inflación total al consumidor	47
Gráfico 36	IPP por procedencia	49
Gráfico 37	Salarios nominales	49

Gráfico 38	Indicadores de inflación básica	50
Gráfico 39	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	50
Gráfico 40	Inflación anual de no transables	50
Gráfico 41	IPC de regulados y sus componentes	51
Gráfico 42	IPC de alimentos	52
Gráfico 43	IPC de alimentos por grupos	53
Gráfico 44	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	62
Gráfico 45	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	62
Gráfico 46	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	63
Gráfico 47	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	65
Gráfico 48	Inflación observada y expectativas de inflación	65
Gráfico 49	Expectativas de inflación derivadas de los TES	65
Gráfico 50	<i>Fan chart</i> de la inflación total	67
Gráfico 51	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	67
Gráfico 52	Principales rubros de la balanza de pagos	75
Gráfico 53	Índices de tasa de cambio real	75
Gráfico 54	Términos de intercambio	76
Gráfico 55	Endeudamiento de las empresas y de los hogares	77
Gráfico 56	Percepción actual y en los próximos seis meses de la disponibilidad de crédito	78
Gráfico 57	Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)	78
Gráfico 58	Índice de desbalance macroeconómico	80
Gráfico 59	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	80

ÍNDICE DE CUADROS

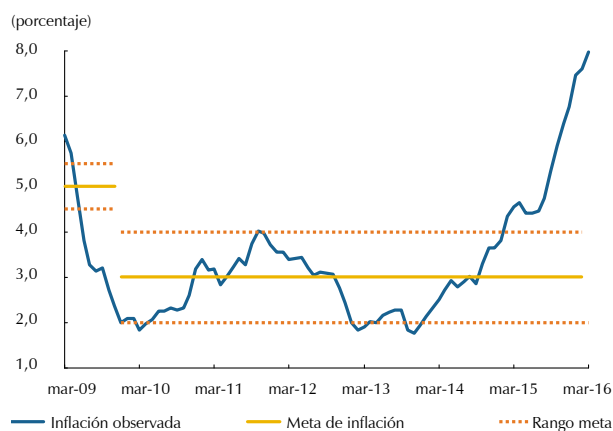
Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	23
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	25
Cuadro 3	Balanza de pagos	30
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	37
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	39
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	48
Cuadro 7	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	62
Cuadro 8	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> de la inflación total	70

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En marzo la inflación anual al consumidor fue 7,98% y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica se situó en 6,29% (Gráfico A). El aumento de la inflación en el primer trimestre, superior al esperado, en gran medida se explica por el fuerte incremento en los precios de los alimentos, por la transmisión parcial de la devaluación del peso a los precios al consumidor y a los costos de las materias primas; y por la activación de mecanismos de indexación en varios rubros de la canasta familiar, como la educación, la salud y algunos servicios públicos. Las expectativas de inflación de los analistas, a uno y dos años, se sitúan en 4,5% y 3,8%, respectivamente, y las derivadas de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se encuentran entre 4,4% y 4,8%.

Aunque la transmisión de la depreciación del peso a los precios al consumidor ha sido baja en lo corrido de este siglo, el nivel de la tasa de cambio es alto y puede seguir impactando con rezago las cotizaciones de bienes y servicios importados. De igual forma, se proyecta que la menor 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 presionando al alza la inflación y las expectativas, y continuar activando mecanismos de indexación no deseados.

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Con respecto a la actividad económica global, el crecimiento de varios socios comerciales del país, principalmente de las economías productoras de bienes básicos, ha sido más débil que el previsto. Con esto es probable que en 2016 la dinámica de la demanda externa por nuestros productos de exportación sea débil e inferior a la registrada en 2015.

En los Estados Unidos aumentó la probabilidad de que el endurecimiento de la política monetaria en ese país ocurra de forma más lenta. El dólar se ha depreciado en un entorno de mejoras en las condiciones de liquidez global, aumentos en los precios del petróleo y menores

primas de riesgo de los países emergentes. La incertidumbre sobre el comportamiento de los precios del petróleo en el futuro es elevada. En este contexto, si bien el deterioro en los términos de intercambio y en el ingreso nacional se ha moderado, es incierta la duración de estas mejoras en lo que resta del año.

La débil demanda externa, los menores 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. En el primer trimestre de 2016 las exportaciones en dólares descendieron 32% anual, hecho explicado, principalmente, por la caída de las ventas externas de bienes de origen minero-energético (-54% anual). En los dos primeros meses el valor de las importaciones descendió 26% anual. Se espera que en todo 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 y por la menor remisión estimada de utilidades de las empresas extranjeras.

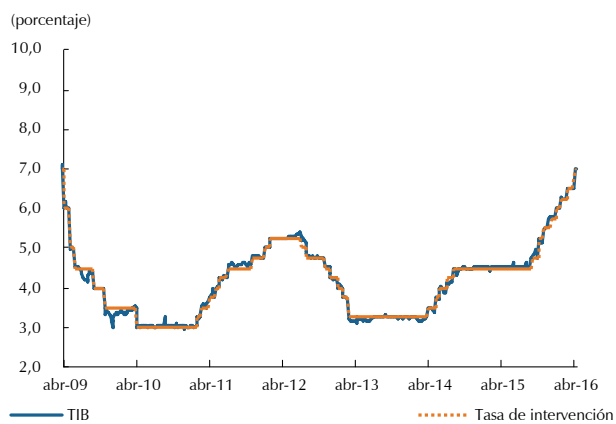
En el contexto interno, las cifras para el primer trimestre de 2016 indican que el consumo de los hogares habría crecido a un ritmo similar al registrado a finales de 2015, mientras que la inversión se habría desacelerado. La caída real de las importaciones habría superado el descenso de las cantidades exportadas. Por el lado de la oferta, los indicadores de la industria, el comercio y la producción de café sugieren un comportamiento favorable, mientras que los de la minería reportaron deterioros.

Con todo lo anterior, para el primer trimestre de 2016 el equipo técnico proyecta un crecimiento económico más probable de 2,5%, contenido en un rango entre 2,8% y 3,2%. Para todo 2016 se mantuvo el rango de proyección entre 1,8% y 3,2%, y la cifra más factible se redujo de 2,7% a 2,5%. En materia de inflación, las proyecciones del equipo técnico, que tienen en cuenta una política monetaria activa, sugieren que descenderá en el segundo semestre y que al finalizar el año la inflación se situará alrededor de 6%, para luego converger al rango meta en 2017.

En síntesis, la nueva información indica que la economía colombiana continúa ajustándose de forma ordenada a los fuertes choques registrados desde mediados de 2014. El riesgo de una desaceleración excesiva de la demanda interna continúa siendo moderado y persiste un exceso del gasto sobre el ingreso nacional, lo que se refleja en un alto déficit de la cuenta corriente. La depreciación del peso, la mayor intensidad del fenómeno de El Niño y la activación de algunos mecanismos de indexación han afectado a la inflación y a sus expectativas, y las han conducido a niveles elevados.

Ante este entorno, la respuesta de política monetaria debe tener en cuenta que los choques que han afectado a los precios son transitorios, al tiempo que debe estar orientada a garantizar a que la inflación converja a la meta del $3\% \pm 1$ punto porcentual en 2017. En consecuencia, las acciones de la Junta Directiva pretenden evitar que la reacción de la inflación y de sus expectativas sea mayor y más prolongada que el tamaño y la duración de estos choques. Así, la Junta consideró conveniente incrementar la tasa de interés de referencia 25 pb en cada

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 13 de mayo de 2016.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

uno de los tres primeros meses del año y 50 pb en abril. El aumento de la tasa de interés de referencia y su efecto sobre el crecimiento de la demanda interna, en compañía de la devaluación real del peso, también contribuyen a una corrección ordenada del desequilibrio externo del país (Gráfico B).

José Darío Uribe
Gerente General

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Juan Sebastián Amador

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Juan Pablo Cote

Daniel Parra

Juan Sebastián Rojas

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

Jefe

Luis Hernán Calderón

Celina Gaitán

Sergio Restrepo

Jhon Edwar Torres

Asistente del Departamento de Programación e Inflación

Gloria Sarmiento

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Franz Hamann (director), Jesús Antonio Bejarano (jefe de sección), Carlos Leonardo Barreto Vargas, 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 nuevamente los pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Colombia para todo 2016. Esto obedece, en gran parte, a un mayor deterioro de la situación económica de los países de América Latina.

El pronóstico del precio promedio del petróleo para 2016 se mantuvo en USD 35 por barril. Pese a los incrementos recientes, se percibe que predominan los riesgos a la baja y por ende se proyecta que se presentarían nuevas caídas en lo restante del año.

Desde mediados de febrero se observó una disminución en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales que favoreció una caída de las primas de riesgo de Colombia y una apreciación del peso frente al dólar.

En 2015 el déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB se incrementó de 5,2% en 2014 a 6,5%, aunque en dólares se redujo en USD 668 m. Para 2016 se espera una corrección del déficit, tanto en dólares como en proporción al PIB.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

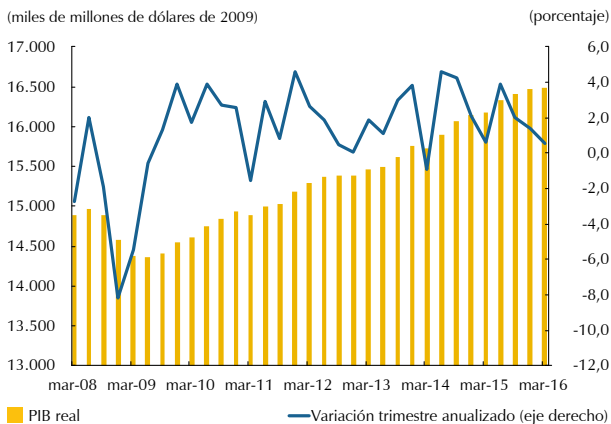
1. Actividad real, inflación y política monetaria

Las cifras disponibles para el primer trimestre de 2016 ratifican la debilidad del crecimiento económico de los principales socios comerciales de Colombia, lo cual sigue representando un obstáculo para las exportaciones del país. El bajo dinamismo ha sido más marcado en las economías emergentes exportadoras netas de bienes básicos, especialmente 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 un ritmo modesto.

En el caso de los Estados Unidos, el primer estimativo de su producto interno bruto (PIB) para el primer trimestre muestra una desaceleración del crecimiento al 0,5% trimestre anualizado (t. a.), mientras que tres meses atrás fue del 1,4% t. a. (Gráfico 1). Por componentes de la demanda, se destaca el debilitamiento del consumo, el cual pasó de crecer un 2,5% t. a. a finales de 2015 a un 1,9% t. a. en la actualidad, lo que representa un menor dinamismo que el esperado en

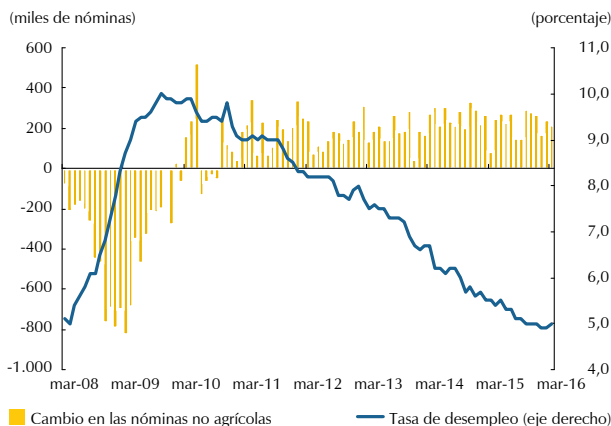
Las cifras disponibles para el primer trimestre de 2016 ratifican la debilidad en el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia.

Gráfico 1
PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

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



Fuente: Bloomberg.

el *Informe* anterior. Adicionalmente, las exportaciones netas y la inversión no residencial le restaron dinámica al crecimiento, puesto que continúan afectadas por la fortaleza del dólar, la debilidad en la demanda externa y la incertidumbre económica y financiera global. Los únicos rubros que mostraron una mejoría frente a lo observado en el cuarto trimestre de 2016 fueron la inversión residencial (del 10,1% t. a. al 14,9% t. a.) y, en menor medida, el gasto del gobierno (del 0,3% t. a. al 1,2% t. a.).

Pese a la moderación de la actividad real estadounidense, su mercado laboral continuó recuperándose a tasas favorables. La creación de empleo se ha mantenido dinámica, puesto que las nóminas no agrícolas se incrementaron a una tasa promedio mensual de alrededor de 209.000 nuevos trabajos durante el primer trimestre, con lo que la tasa de desempleo se redujo a 5,0% (Gráfico 2) y se ubica cercana a los niveles que los analistas y los miembros de la Reserva Federal (Fed) consideran como la de equilibrio de largo plazo de esta economía. Otros indicadores monitoreados por la Fed, como por ejemplo el desempleo de largo plazo¹ y la tasa de subempleo², también siguieron registrando mejoras.

En cuanto a la variación anual de los precios al consumidor en los Estados Unidos, el indicador de inflación total mostró algún repunte en el primer 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

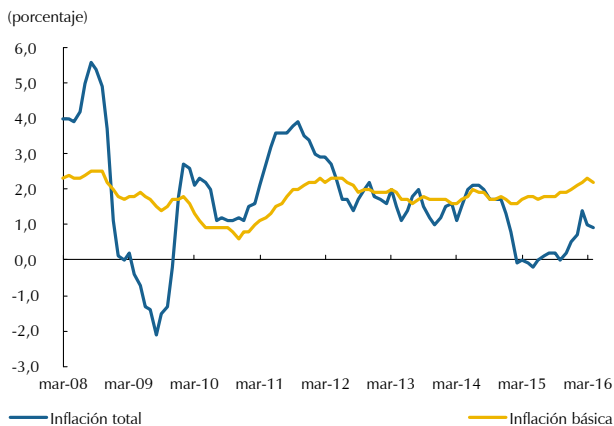
se mantiene en niveles bajos (0,9% en marzo) y aún alejada de la meta de la Fed (2,0%). Por su parte, el indicador de inflación anual, que excluye alimentos y energía, mostró una leve tendencia creciente y se ubicó en 2,2% (Gráfico 3).

En este contexto, en sus reuniones de marzo y abril el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Fed (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo inalterada su tasa de política en un rango entre 0,25% y 0,50%, luego de incrementarla a finales del año anterior. Además, eventos recientes, en particular la incertidumbre con

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

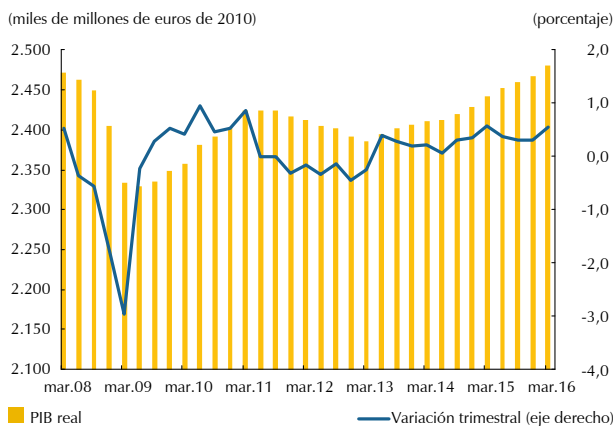
2 Número total de desempleados, de empleados con trabajos de tiempo parcial que manifiestan querer trabajar tiempo completo y aquellos fuera de la oferta laboral que estarían dispuestos a trabajar en caso de conseguir empleo (marginamente vinculados al mercado laboral), como proporción de la fuerza laboral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

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



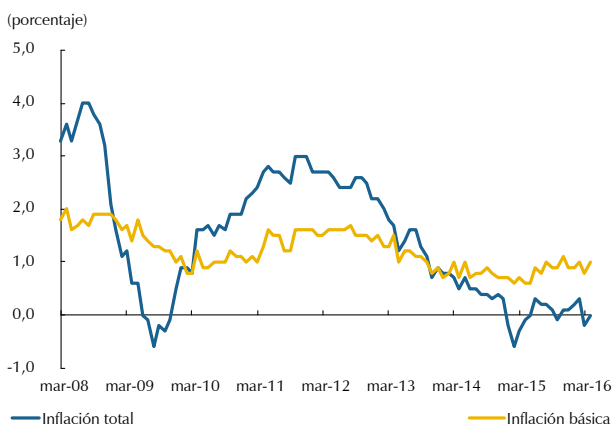
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4
PIB real de la zona del euro



Fuente: Eurostat.

Gráfico 5
Indicadores de inflación anual total y básica en Europa



Fuente: Bloomberg.

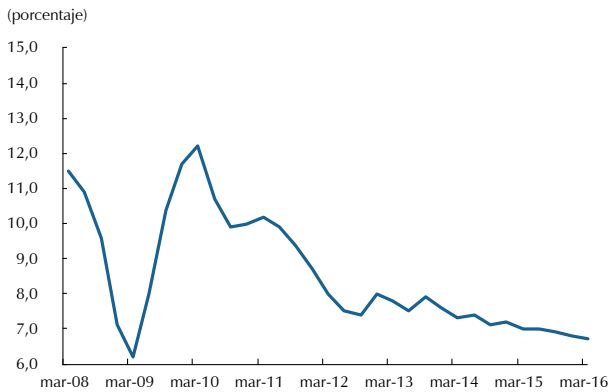
respecto a la situación económica y financiera global y la lenta convergencia de la inflación en los Estados Unidos, sugieren que la normalización de la política monetaria sería más gradual que lo previsto a finales de 2015.

Por su parte, en la zona del euro las cifras preliminares del PIB para el primer trimestre de 2016 muestran algunas mejoras frente a lo observado a finales del año anterior, aunque la economía continuó expandiéndose lentamente. De esta forma, el crecimiento trimestral para este período fue de 0,6%, lo cual se compara de manera favorable con el 0,3% presentado tres meses atrás (Gráfico 4). Si bien aún no se conoce el desempeño del PIB por componentes, las cifras disponibles de actividad real y de confianza de consumidores y empresarios sugieren que la expansión habría sido impulsada por la demanda interna, en particular por el consumo y la inversión no residencial. El gasto interno habría compensado la debilidad de las exportaciones netas, que se han visto afectadas por una menor demanda externa.

Con respecto a la variación de los precios en la zona del euro, a marzo la inflación total registró una ligera caída frente a lo observado a finales de 2015 y se ubicó en 0,0%. Los bajos precios de los combustibles y la lenta expansión de la demanda explican este comportamiento. Por su parte, el indicador de inflación básica se mantuvo relativamente estable alrededor del 1,0% (Gráfico 5), lo cual es inferior a la meta del Banco Central Europeo (BCE) (ligeramente por debajo del 2%).

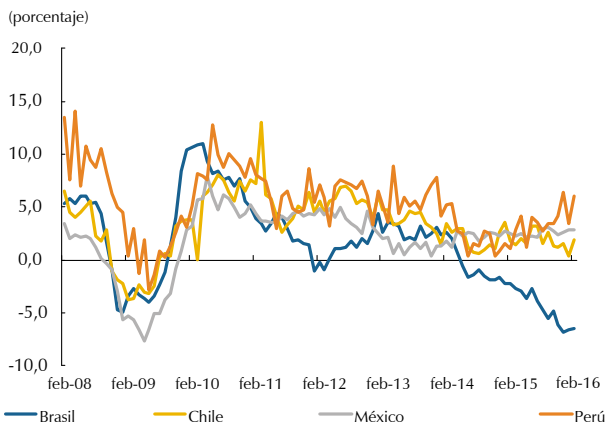
Debido a la baja inflación y a las escasas presiones sobre los precios provenientes de la demanda, en su reunión de marzo el BCE decidió adoptar una postura monetaria aún más expansiva. De esta forma, implementó una reducción de su tasa de política en 5 puntos base (pb) a 0,0%, una disminución en la tasa sobre los depósitos (de -0,3% a -0,4%), y un incremento en el monto de compras de su programa de relajamiento cuantitativo, junto con la inclusión de algunos bonos corporativos. Adicionalmente, anunció una nueva ronda de las operaciones de refinanciamiento de largo plazo (TLTRO, por su sigla en inglés), buscando con ello fomentar la oferta de crédito en la región.

Gráfico 6
Crecimiento anual del PIB real para China



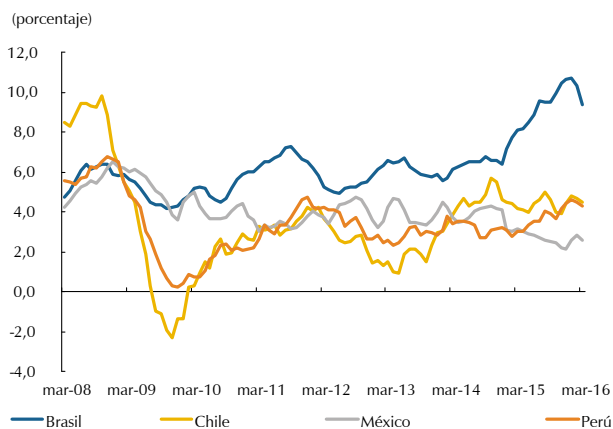
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Datastream.

Gráfico 8
Inflación anual para algunas economías de América Latina



Fuente: Datastream.

Entretanto, en gran parte de los países emergentes se sigue presentando un dinamismo menor que el observado en años anteriores. En el caso de China, el crecimiento anual del PIB en el primer trimestre mostró una ligera desaceleración frente a lo observado a finales de 2015, al pasar de 6,8% a 6,7% (Gráfico 6). Esto es consecuencia, en gran parte, de una moderación en el ritmo de crecimiento de la inversión en activos fijos y de la producción industrial durante enero y febrero, pese a que en marzo se observó algún repunte de estos indicadores. Por su parte, el incremento de las ventas al detal se estabilizó en tasas similares a las observadas a finales del año anterior. Vale la pena destacar que durante el primer trimestre el gobierno y el banco central chino anunciaron diversas medidas de estímulo, las cuales buscan evitar una desaceleración más marcada de la actividad económica.

En América Latina los indicadores de actividad real disponibles para los dos primeros meses del año muestran un comportamiento mixto entre países, aunque muchos continúan afectados por la fuerte caída de sus términos de intercambio (Gráfico 7). En el caso de Perú se observa una recuperación frente a las bajas tasas de crecimiento del año anterior, como consecuencia, principalmente, de importantes incrementos en la actividad minera. En Chile y México persiste el bajo dinamismo que se observa desde comienzos de 2014. Por su parte, la economía de Brasil continúa contrayéndose fuertemente, algo a lo que no ha ayudado su difícil situación política, la cual ha tenido efectos adversos sobre la confianza de consumidores y empresarios. En Ecuador y Venezuela, aunque no hay cifras recientes, todo parece apuntar a una profundización de la recesión en 2016, teniendo en cuenta que los bajos niveles de sus términos de intercambio se mantienen y que el acceso al financiamiento externo se ha hecho más costoso.

Por otra parte, los registros de inflación a marzo en las economías de la zona muestran algunas disminuciones frente a lo observado en los primeros dos meses del año, aunque para la mayoría se mantienen en niveles elevados (Gráfico 8). En Brasil, Chile y Perú continuó por encima de sus respectivos rangos meta, mientras que México es la excepción, puesto que se mantiene en la parte del bajo del mismo. En este entorno, durante el primer trimestre del año se

presentaron incrementos de la tasa de referencia de México y Perú, mientras que las autoridades monetarias de Brasil y Chile las mantuvieron inalteradas.

2. Precios de productos básicos

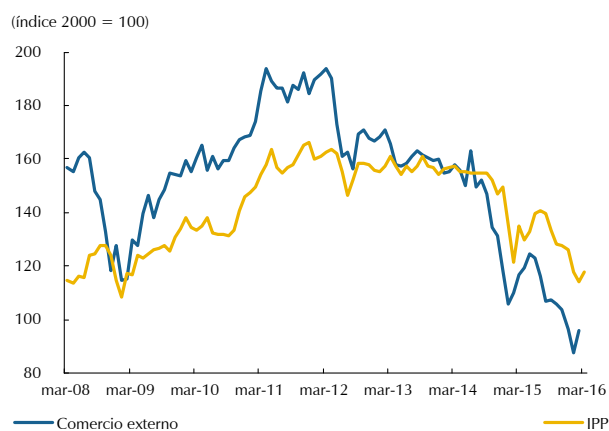
Desde mediados de febrero se observó un incremento en los precios de los principales productos exportados por el país, luego de haber caído a valores mínimos a comienzos del año. De esta forma, los datos de marzo para los términos de intercambio de Colombia (según la metodología del índice de precios al productor) muestran algún incremento, aunque continúan en niveles bajos en relación a lo registrado en los últimos años (Gráfico 9).

Por productos, el precio promedio del petróleo (referencia Brent) pasó de USD 32,0 y de USD 33,8 por barril en enero y febrero, a USD 39,8 en marzo y USD 42,9 en

abril (Gráfico 10; con cifras al 27 de abril). Este incremento estuvo explicado, en gran parte, por la menor aversión al riesgo en los mercados financieros, por la depreciación del dólar frente a la mayoría de monedas del mundo y por la reducción en las perspectivas de una desaceleración mucho más fuerte en la demanda global, luego de las medidas de estímulo anunciadas por los bancos centrales de los países desarrollados y por el gobierno de China. A esto se suma la ligera caída en la producción en los Estados Unidos y a las interrupciones que se presentaron en algunos países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) que, sin embargo, serían de carácter temporal. Además, en abril se planteó la posibilidad de un acuerdo entre varios países (entre ellos Rusia, Arabia Saudita, Venezuela y Catar) para congelar su producción en los niveles actuales que, aunque a la postre no se materializó ante la negativa de Irán de unirse a la estrategia, presionó los precios al alza. No obstante, vale la pena resaltar que, pese a las mejoras de los últimos meses, el precio se mantiene por debajo del promedio para todo 2015.

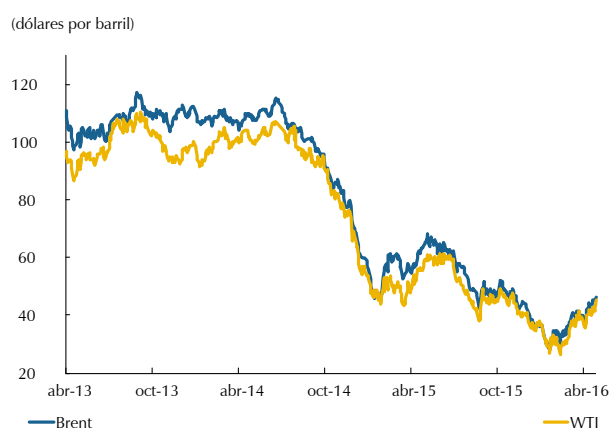
Por su parte, en el caso de los precios del níquel y de otros metales para uso industrial exportados por algunos socios comerciales de Colombia, también se observaron algunos incrementos desde mediados de febrero, luego de que en enero alcanzaran su nivel mínimo de los últimos cinco años. Esta subida se vio explicada, en gran parte, por las perspectivas de que el estímulo monetario en China y en las principales economías desarrolladas ayudaría a frenar

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



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 10
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)

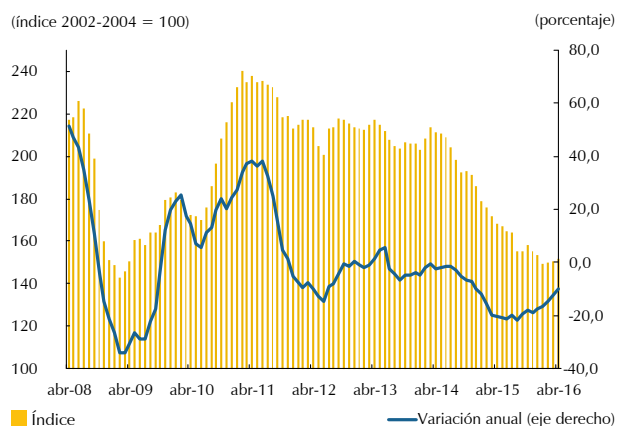


Fuente: Datastream.

el deterioro del crecimiento global, soportando así la demanda por este tipo de bienes. Pese a esto, las cotizaciones de estos bienes son bajas frente a lo observado en los últimos años.

La cotización internacional del café, por su parte, también mostró algún incremento en los últimos dos meses, como consecuencia de la alta probabilidad de que la oferta mundial se vea afectada por choques de origen climático en varios países productores. Pese a ello, los precios no han alcanzado niveles altos y se han mantenido por debajo del promedio para el año anterior.

Gráfico 11
Precios internacionales de los alimentos



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

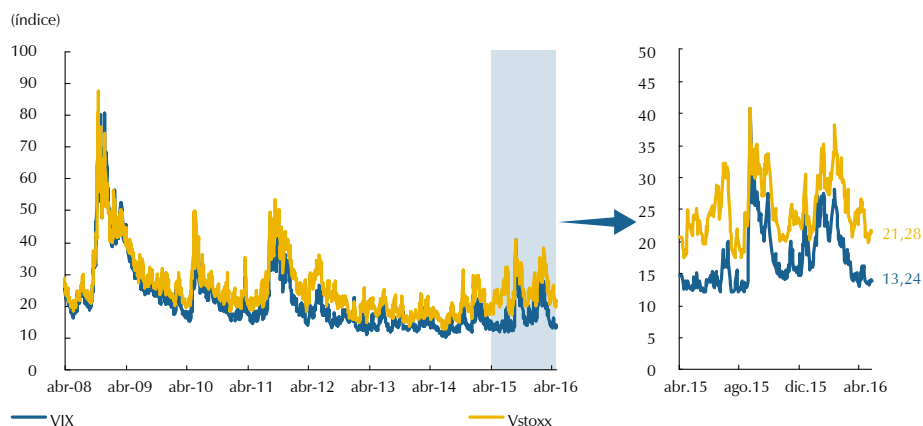
En cuanto a las cotizaciones internacionales de los alimentos, el índice de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés) mantuvo caídas anuales importantes en el primer trimestre, pese a alguna leve subida en marzo y abril (Gráfico 11). Los ligeros incrementos que se observaron durante estos meses son el resultado, principalmente, de la menor aversión al riesgo en los mercados financieros y del debilitamiento del dólar. Dado que Colombia es importador de este tipo de bienes, los incrementos que se han observado en las últimas semanas habrían frenado, en alguna medida, las mejoras en el indicador de términos de intercambio.

3. Mercados financieros

El primer trimestre se caracterizó por cambios bruscos en el desempeño de los indicadores financieros y en las cotizaciones de las principales monedas. Durante la primera parte de este período se presentó un fuerte incremento de la aversión al riesgo global. No obstante, desde mediados de febrero se registró una reversión de esta tendencia, cuando los indicadores de volatilidad mostraron una fuerte caída, para luego estabilizarse en niveles relativamente bajos en marzo y abril (Gráfico 12).

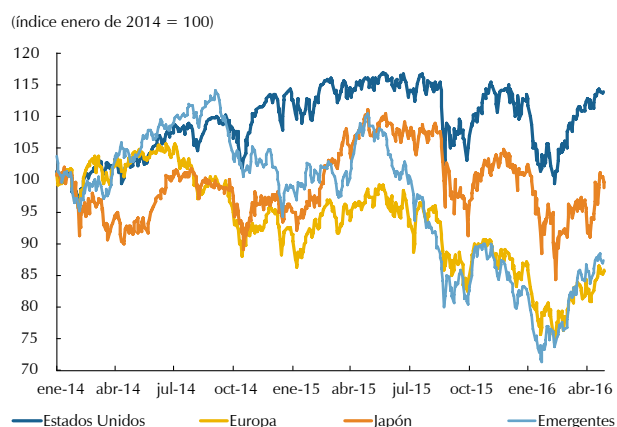
Vale la pena mencionar que existe una alta incertidumbre sobre lo que explicaría estos movimientos, puesto que se percibe que no se presentaron cambios importantes en los fundamentales económicos y financieros que justifiquen la magnitud de los mismos. No obstante, los principales analistas sugieren que la turbulencia de comienzos de año habría obedecido, en parte, a los nuevos temores sobre la situación económica global, en especial, la de China, como consecuencia de las salidas de capital desde este país y del deterioro de sus indicadores de actividad real, en particular los relacionados con su sector manufacturero. Adicionalmente, las fuertes caídas que se presentaron en los precios de los bienes básicos durante este período suscitaban temores sobre la salud financiera de las empresas y países productores de este tipo de productos, los cuales fueron los más afectados por la turbulencia de los primeros meses del año.

Gráfico 12
Índices de volatilidad financiera



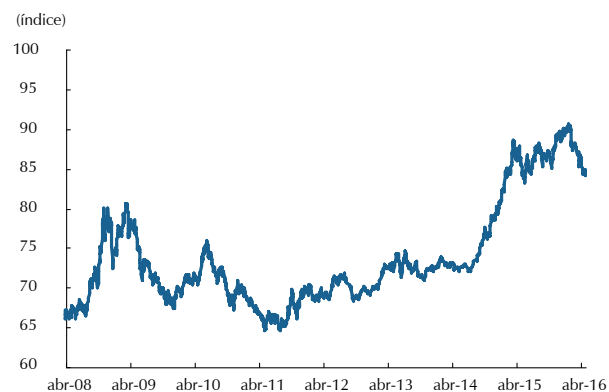
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 13
Índices accionarios globales



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14
Índice de tasa de cambio del dólar
(ponderado por comercio)



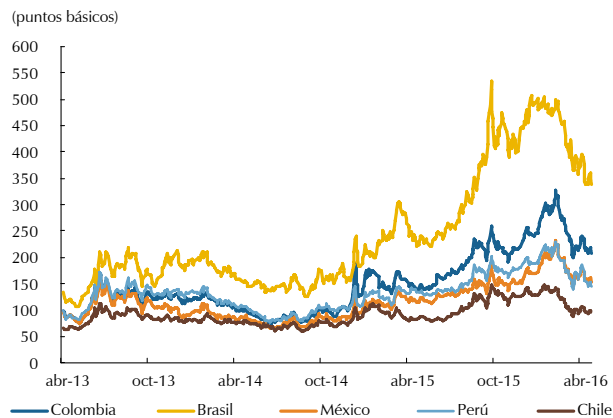
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, la disminución en la aversión al riesgo observada desde mediados de febrero estaría asociada, en parte, con las medidas de estímulo anunciadas por los bancos centrales de algunas economías desarrolladas y por el gobierno chino y con las perspectivas de una normalización más lenta que lo previsto de la política monetaria de los Estados Unidos. Estas circunstancias ayudaron a calmar los temores sobre el riesgo de una fuerte distorsión de la actividad económica global. A ello se suma el hecho de que la recuperación en los precios de las materias primas incrementó, en alguna medida, los ingresos de los países y compañías productoras, reduciendo así la percepción de su riesgo financiero.

En este contexto, en la última parte del primer trimestre y en abril se observó una recuperación de los principales indicadores bursátiles internacionales desde los bajos niveles que se registraron a comienzos de 2016 (Gráfico 13). Además, en los últimos meses el dólar estadounidense reverteó la considerable apreciación que había registrado frente a la mayoría de monedas del mundo entre enero y febrero, aunque se mantiene relativamente fuerte, si se compara con los valores de los últimos años (Gráfico 14). Por su parte, las tasas de los bonos soberanos de largo plazo de los Estados Unidos y de los principales países de la zona del euro continuaron en niveles bajos.

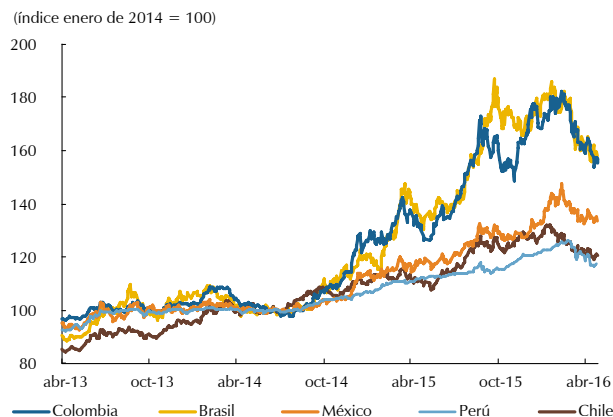
En el caso de América Latina, la menor volatilidad financiera global que se observó desde mediados de febrero se tradujo en una caída de las primas de riesgo

Gráfico 15
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 16
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

(Gráfico 15) y en una apreciación de sus monedas frente al dólar (Gráfico 16). En el caso colombiano, los *credit default swaps* (CDS) a cinco años alcanzaron su máximo valor del año el 11 de febrero, cuando registraron 326,4 pb, para luego reducirse más de 100 pb y ubicarse en 219,0 pb a finales de abril. De forma similar, el peso colombiano registró una apreciación del 17,0% entre su máximo valor del año (COP 3.435 por dólar el 12 de febrero) y finales de abril (COP 2.945 por dólar; con datos al 27 de abril).

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 *Informe sobre Inflación* anterior. Esto obedece, principalmente, al menor dinamismo que se prevé para las economías emergentes exportadoras de bienes básicos, en especial las de América Latina. Así, se proyecta que la expansión económica de los principales socios comerciales del país (ponderada por comercio no tradicional) sea de 0,5% en 2016, lo cual es menor a lo proyectado el trimestre anterior (1,3%) y a lo observado para 2015 (1,1%) (Cuadro 1). Para 2017, si bien se espera alguna recuperación frente al presente año, el crecimiento de los socios comerciales seguiría siendo muy bajo, en comparación con lo observado en la última década (Gráfico 17).

La mayor parte de esta revisión obedeció a que el desempeño económico de América Latina para 2016 sería más débil que el anticipado en el *Informe sobre Inflación* anterior, especialmente para los países vecinos de Colombia. Es el caso de Venezuela, cuyo pronóstico fue revisado de -5,0% a -7,0%, como consecuencia del efecto adverso de los bajos precios del petróleo en sus cuentas fiscales y externas, los indicios de que continúa la escasez de varios bienes de consumo y materias primas, y algunos problemas con el suministro de energía.

En Ecuador la estimación de crecimiento para todo 2016 se revisó a la baja en dos puntos porcentuales (pp) a -2,5%. Lo anterior es el resultado de la consolidación fiscal que haría este país para ajustarse al fuerte choque de sus términos de intercambio, de la mayor dificultad para hallar financiamiento externo luego de la caída de sus ingresos externos y de la pérdida de competitividad de sus exportaciones por cuenta de la fortaleza del dólar. A todos estos factores se suma el impacto negativo del terremoto que golpeó a este país a comienzos de abril.

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

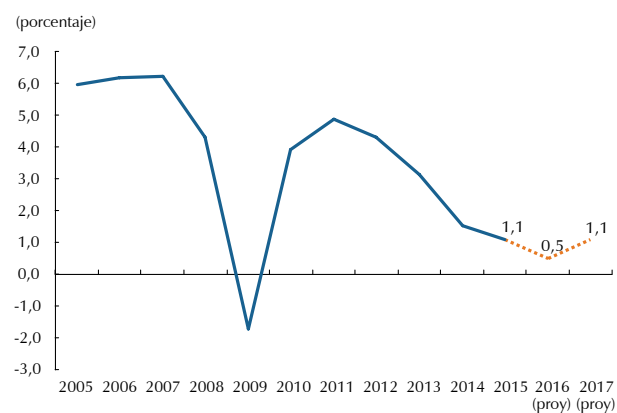
Proyecciones de crecimiento de los socios	2015	Proyecciones para 2016			Proyecciones para 2017		
		Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos	2,4	1,5	2,2	2,5	1,8	2,5	2,8
Zona del euro	1,6	0,8	1,6	2,0	0,4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

a/ Pronósticos FMI de abril de 2016.

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

En Brasil, el ajuste fiscal que se debe adelantar, el deterioro del empleo y del ingreso disponible de los hogares, así como la profundización de la incertidumbre política, con sus efectos adversos sobre la confianza de empresarios, inversionistas y consumidores, harían que la contracción sea mayor que la prevista en el *Informe* trimestral anterior. De esta forma, el pronóstico para 2016 se redujo de -2,5% a -3,5%.

Gráfico 17
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.

En los casos de Chile y México se prevé que se mantenga un bajo dinamismo frente al promedio de los registros de crecimiento de la última década, puesto que sus economías continúan ajustándose al fuerte choque que recibieron sus términos de intercambio y a la menor demanda externa. En Perú se espera alguna recuperación frente a los registros de los dos últimos años, gracias a un mayor aporte de los sectores minero y pesquero.

Por su parte, en los Estados Unidos se revisó a la baja el pronóstico de crecimiento para todo 2016, como consecuencia de que durante el primer trimestre el consumo de los hogares mostró un dinamismo menor que el anticipado por los principales analistas del mercado y por el

En este Informe se supone que la Fed subiría su tasa de referencia en lo restante del año de forma más gradual que lo anticipado hace tres meses.

equipo técnico del Banco de la República. Pese a esto, se espera que los hogares se consoliden como el principal motor de crecimiento de esta economía, gracias a que los factores fundamentales de este tipo de gasto se mantienen en niveles favorables. Esto también debería darle un impulso adicional a la inversión residencial. Estos dos rubros deberían compensar la debilidad de las exportaciones netas y de la inversión no residencial, las cuales continuarían afectadas por la menor demanda externa, la fortaleza del dólar y la incertidumbre económica y financiera global.

En este contexto, se espera que en los Estados Unidos continúe la recuperación del mercado laboral, pero a un ritmo menor que el observado en los últimos años, y que la convergencia de la inflación a la meta sea lenta. De esta manera, la Fed continuaría incrementando su tasa de referencia, aunque lo haría de forma más gradual que lo anticipado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre y de acuerdo con lo proyectado por los miembros del FOMC en su reunión de marzo. Se espera que esta medida se transmita ordenadamente a las tasas de mercado.

En la zona del euro la recuperación de la economía continuaría de manera lenta, tal y como se esperaba en el *Informe* anterior. En un escenario de inflación baja y de escasas presiones de demanda, el BCE mantendría una política altamente expansiva, lo cual favorecerá la recuperación de la confianza y el restablecimiento del canal del crédito, y debería impulsar el consumo privado y la inversión. No obstante, se espera que las exportaciones por fuera de la Unión Europea le resten al crecimiento de la región, ante la debilidad en la demanda mundial.

En el caso de China, se espera que se siga dando vía libre a una economía más soportada por el consumo privado. En este contexto, las exportaciones y la inversión deberán reducir sus tasas de expansión en 2016, desde los elevados niveles de años anteriores, al tiempo que su demanda por bienes básicos deberá moderar su ritmo de incremento. Pese a esto, las medidas de estímulo por parte del gobierno y del banco central permitirían que la desaceleración no sea tan marcada.

El escenario central anterior sigue presentando importantes riesgos a la baja. El principal proviene de un deterioro mayor de las economías de América Latina o de una desaceleración más fuerte en China. En los países de América Latina esta situación se presentaría por una nueva caída de sus términos de intercambio, por un efecto adverso mayor que el estimado sobre su ingreso nacional o por una nueva caída en la confianza generada por un incremento en la incertidumbre política. En el caso chino, esta ocurriría por la ineffectividad de las medidas monetarias o fiscales para estimular el crecimiento o 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.

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

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 su 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. Además, no se puede descartar una reacción desordenada de los mercados financieros a la normalización de la política monetaria por parte de la Fed, o que las tasas de interés negativas en la zona del euro generen problemas de estabilidad financiera que repercutan en una nueva ruptura del canal del crédito.

Con respecto a los precios de las principales materias primas exportadas por Colombia, el actual *Informe sobre Inflación* contempla niveles inferiores a los observados en el mes de marzo, pero similares a los del primer trimestre en promedio (Cuadro 2).

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

Principales productos	2015	Proyecciones para 2016			Proyecciones para 2017		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	1,51	1,30	1,50	1,70	1,30	1,60	1,90
Petróleo Brent (dólares por barril)	52,9	27,0	35,0	46,0	25,0	40,0	55,0
Carbón (dólares por tonelada)	60,1	35	50	60	30	52	65
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	11.877	7.364	8.908	10.392	7.364	10.392	13.362
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.160	1.400	1.200	1.000	1.500	1.200	1.000

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 el caso particular del petróleo, se pronostica que su precio promedio para todo 2016 sea de USD 35 por barril. En este sentido, en el momento en que se definió esta cifra, se consideró como poco probable que los niveles alcanzados en las últimas semanas de USD 45 por barril, se pudieran sostener el resto del año. Esto debido a que aún hay indicios de que se mantiene el exceso de oferta de crudo en el mercado mundial, lo cual tendería a presionar su cotización a la baja en los próximos trimestres. Por un lado, la reducción que se anticipa de la producción de los yacimientos no convencionales en América del Norte ocurriría de manera más lenta que lo previsto en el *Informe* anterior, ya que, según los principales analistas, los niveles actuales del precio permitirían que sigan operando o que entren a funcionar algunos pozos que no eran rentables con las cotizaciones de comienzos de año. A esto se suma el hecho de que se prevé que la producción de los miembros de la OPEP continúe creciendo. Se espera se espera que Irán incremente su producción hasta alcanzar los niveles observados antes de las sanciones y que se restablezca la explotación de crudo en algunos países de la OPEP que han presentado interrupciones temporales en los últimos meses. Además, se estima como poco probable que se presente un acuerdo para restringir la producción. Sumado a esto, los inventarios están históricamente altos y hay poca capacidad de almacenamiento adicional, lo cual haría más lento el restablecimiento del equilibrio en este mercado.

En 2015 el déficit en cuenta corriente se redujo en USD 668 m, pero aumentó como porcentaje del PIB de 5,2% a 6,5%, resultado del efecto de la fuerte depreciación sobre el PIB en dólares.

B. BALANZA DE PAGOS

1. Resultados en 2015

Durante 2015 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país mostró un déficit de USD 18.925 m, inferior en USD 668 m al registrado un año atrás. Como proporción del PIB, el déficit se ubica en 6,5%, lo que significa un incremento de 1,3 pp frente al observado en 2014. Este aumento se explica por la reducción en dólares del PIB corriente, debido a la depreciación promedio de 37,2% del peso frente al dólar entre 2014 y 2015.

El comportamiento del balance externo en dólares estuvo caracterizado por un importante aumento del déficit comercial de bienes durante el año (USD 9.396 m), en un entorno donde se profundizó la caída de los precios de las materias primas, con un efecto sobre la demanda de algunos de los principales socios comerciales del país. Así, las exportaciones totales en dólares cayeron 33% anual durante 2015, mientras las importaciones totales en dólares registraron una reducción del 15,3%. En lo referente al balance de servicios, si bien continuó siendo deficitario (-USD 3.981 m) fue inferior al de un año atrás en USD 2.701 m. Las exportaciones de servicios ascendieron a USD 7.265 m, con un crecimiento anual de 5,7%, impulsado en especial por los mayores ingresos por concepto de viajes. Cabe anotar que los ingresos corrientes por concepto de servicios se concentran en el rubro de viajes y transporte, los cuales representan cerca del 80% de estas exportaciones. Por otra parte, durante el mismo período, las importaciones de servicios registraron una caída anual de 17% (USD 2.312 m), debido principalmente a la reducción de los egresos por servicios empresariales, transporte, seguros y viajes.

En 2015 el balance de la renta de factores también fue deficitario (-USD 5.989 m), pero menor en USD 6.650 m (-52,6%) al registro del año anterior. Esto obedeció, en especial, a la caída anual de los egresos, explicada por reducciones en los giros al exterior de las utilidades obtenidas por las empresas con inversión extranjera directa (IED), tanto en el sector mineroenergético como en los sectores no transables; en este último caso, debido en parte a la depreciación. Por su lado, los ingresos netos por transferencias corrientes aumentaron en USD 713 m, frente a lo observado un año atrás.

Los flujos de capital para 2015 registraron entradas netas por USD 19.617 m, inferiores en USD 4.656 m a lo observado un año atrás, cuando se ubicaron en USD 24.273 m. Esto estuvo asociado, en particular, con menores flujos de inversión directa neta (USD 4.536 m), producto de una importante contracción de la inversión en el sector mineroenergético (cuya disminución anual fue del 43%), así como en el sector de transporte y comunicaciones. No obstante, la actividad mineroenergética continúa siendo la principal receptora de la IED al recibir el 30% del total de los flujos de 2015, seguida de la industria manufacturera (20%), servicios financieros y empresariales (17%), comercio y hoteles (15%), y el resto de sectores (18%).

Adicionalmente, en 2015 se registraron menores recursos provenientes de flujos de inversión de cartera (-USD 1.968 m) frente a los registrados un año atrás, cuando

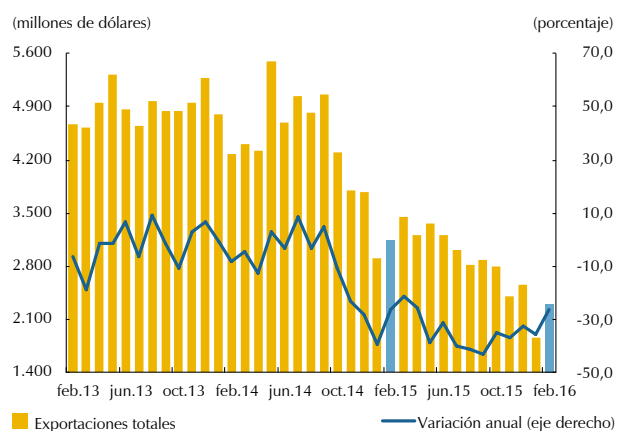
El balance externo en 2015 estuvo caracterizado por un importante aumento del déficit de la balanza comercial de bienes, compensado por reducciones en los egresos netos por servicios y renta de los factores.

ocurrió la recomposición de los índices de deuda pública emergente de JP Morgan en favor de los títulos colombianos. Lo anterior estuvo parcialmente compensado por mayores recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos), los cuales registraron entradas netas de USD 3.567 m, superiores en USD 3.105 m con respecto a 2014. Por último, en el rubro de instrumentos financieros derivados, por concepto de transacciones de *forwards* y opciones de divisas, se registraron egresos netos por valor de USD 1.526 m, mientras que las variaciones de las reservas internacionales del Banco de la República fueron de USD 415 m.

2. Pronósticos

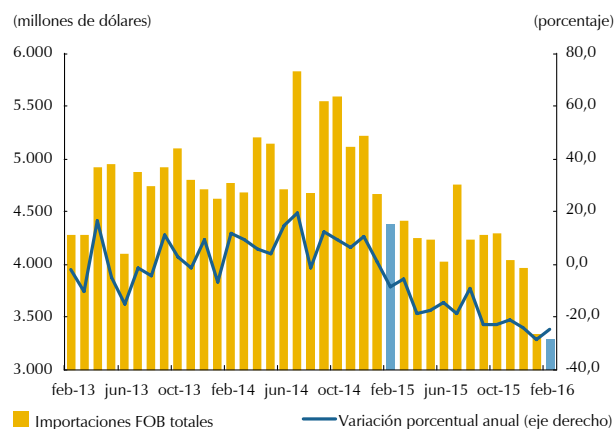
Para el primer trimestre de 2016 se estima que el balance comercial de bienes será menos deficitario que en el primer trimestre de 2015, debido a que se espera una fuerte contracción de las compras externas en dólares, las cuales deberán compensar de más la contracción en las ventas externas producto de la caída del precio del petróleo en los primeros meses del año. La información disponible de comercio exterior de bienes para el bimestre enero-febrero tiende a confirmar esta proyección. En dicho período las exportaciones totales en dólares cayeron en USD 1.880 m (31,1%) con respecto al año anterior (Gráfico 18), afectadas por las menores cotizaciones de los precios internacionales de los productos básicos y por un valor inferior exportado de los bienes industriales. Por su parte, las importaciones FOB (*free on board*)³ en dólares se contrajeron en USD 2.414 m (26,7% en términos anuales) (Gráfico 19) (véase 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.

3 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB, según las cuentas nacionales, considera las importaciones CIF (*cost, insurance and freight*), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas durante enero y febrero de 2016 fue de USD 3.492 m, lo que representa una reducción de 26,3% anual.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES PARA LO CORRIDO DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2016

Durante el bimestre enero-febrero de 2016 se registró una caída de las exportaciones totales de 31,1% con respecto al año anterior, debido a menores 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 (-42,8%). Las disminuciones más fuertes en este grupo fueron las registradas en petróleo crudo (-54,4%) y el grupo de refinados (-14,8%), atribuibles, en gran medida, a la reducción en el precio del petróleo (que registró en este período una contracción promedio de 38,3% anual).

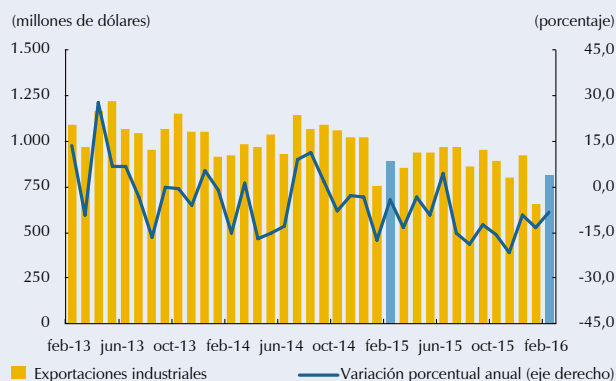
En el mismo período las exportaciones industriales¹ registraron una disminución de 10,7% anual (Gráfico A). Estas se vieron afectadas, principalmente, por la reducción en las ventas externas de productos químicos, vehículos y manufacturas de cuero. Por destinos, el más afectado fue el comercio con Ecuador, el cual registró una caída de 38,1% anual en las exportaciones industriales en el bimestre, mientras las ventas hacia Asia y Venezuela se redujeron 5,4% y 0,4%, respectivamente (Gráfico B). Por el contrario, las ventas a la Unión Europea y los Estados Unidos mostraron aumentos de 21,4% y 12,1%, respectivamente.

Por su parte, las exportaciones de bienes de origen agrícola registraron una reducción de 23,2% anual durante este período, con caídas en las ventas de café, banano y flores (de 36,1%, 11,3% y 0,8%, respectivamente).

En cuanto a las importaciones, el valor FOB en dólares cayó 26,7% anual en el bimestre, hecho explicado por una disminución en las compras externas en todos los grupos de productos. Las compras externas de bienes de consumo se redujeron 19,1% anual, debido a las contracciones de 28,3% en bienes durables y de 11,5% en bienes no durables. Al comportamiento de las importaciones de bienes durables contribuyeron en su mayoría las disminuciones en vehículos (-27,3%) y máquinas de uso doméstico (-38,1%), mientras que para el caso de los bienes no durables las principales contribuciones fueron las disminuciones en productos alimenticios (-9,8%) y productos farmacéuticos y de tocador (-12,8%). Con respecto a las importaciones de bienes intermedios, estas cayeron 14,7%, resultado relacionado, principalmente, con la disminución en el grupo de materias primas para la industria (-16,7%). Por último, las compras de bienes de capital se redujeron en 42,1%, caída que se explica por los retrocesos en equipo de transporte (-66,9%), bienes de capital para la industria (-24,7%) y la agricultura (-25,0%) y materiales de construcción (-16,0%). (Gráfico C).

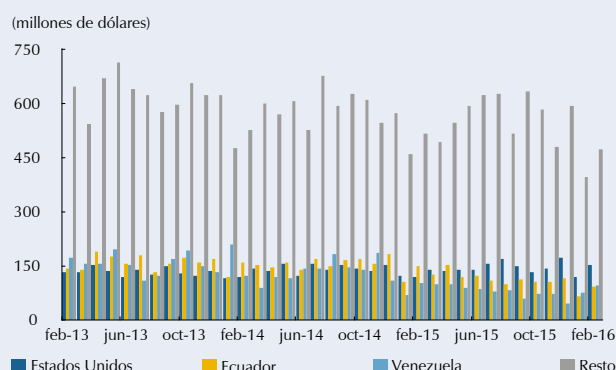
1 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano ni flores; y representan el 35,4% del total exportado en dicho período. Las exportaciones de la industria manufacturera representan el 94,7% de este grupo.

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



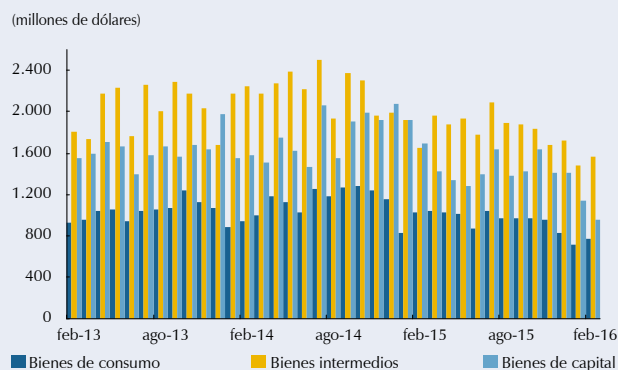
a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



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

Gráfico C
Importaciones por tipo de bienes (FOB)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Para el primer trimestre de 2016 se estiman reducciones adicionales en el déficit en cuenta corriente, en particular, por la fuerte caída de las importaciones en lo observado en lo corrido del año.

Se estima que la reducción del déficit comercial en el primer trimestre 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.

Para los primeros tres meses del año también se espera que continúe el ajuste en el balance de la renta factorial. En particular, se prevé una nueva reducción en los egresos netos por renta de factores, asociada principalmente con las menores utilidades del sector minero, las cuales continúan disminuidas 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 de la depreciación en las utilidades medidas en dólares. Sumado a lo anterior, los ingresos netos por transferencias registrarían niveles superiores a los del mismo período del año anterior. Esto es consistente con un aumento de las remesas de trabajadores, las cuales a marzo han crecido a una tasa anual de 12,6%.

En términos del financiamiento, para el primer trimestre de 2016 se estima que los flujos de IED hacia el sector mineroenergético habrían sido menores a los observados en el mismo período del año anterior y seguirían reduciéndose con relación a los últimos trimestres de 2015, como consecuencia del panorama de precios para este sector. Para el resto de ramas se anticipan mayores recursos para el primer trimestre frente a lo observado el año anterior, gracias a los ingresos obtenidos por la venta de Isagén.

Por su parte, la información disponible sobre flujos de capital en lo corrido del año, proveniente de la balanza cambiaria⁴, sugiere una moderación en el ritmo de entrada de recursos de cartera al mercado local, con relación a los registrados un año atrás. Lo anterior ha sido parcialmente compensado por mayores recursos provenientes de créditos externos obtenidos por el sector público no financiero.

Al igual que en el informe anterior, para todo 2016 se consideraron diferentes escenarios de pronóstico de balanza de pagos asociados con las condiciones y la disponibilidad de financiamiento externo para la economía local. Dada su incertidumbre, estos elementos determinan la amplitud del rango de proyección del déficit en la cuenta corriente. Dichos escenarios se construyen con los supuestos centrales para el contexto externo presentados en la sección anterior y con diferentes estimaciones de la cuenta financiera y el crecimiento interno.

Así, en el escenario central más probable se estima un déficit en la cuenta corriente para todo 2016 de 5,9% del PIB (Cuadro 3). De la misma manera, teniendo en cuenta los escenarios de máximo y mínimo esperados de las variables externas (véase la sección A de este capítulo), se estima un rango de déficit entre -5,3%

Para 2016 se estima un déficit en la cuenta corriente de -5,9% del PIB en el escenario más probable, lo que implica una reducción hacia niveles cercanos a los USD 16.000 m.

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

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

	2012	2013	2014 (pr)	2015 (pr)	2016 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	(11.132)	(12.326)	(19.593)	(18.925)	(15.948)
Porcentaje del PIB	(3,0)	(3,2)	(5,2)	(6,5)	(5,9)
A. Bienes y servicios	(861)	(2.762)	(11.313)	(18.007)	(15.984)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(14.851)	(14.157)	(12.638)	(5.989)	(5.084)
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.579	4.594	4.358	5.071	5.119
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(11.754)	(11.845)	(19.836)	(19.201)	(15.948)
Porcentaje del PIB	(3,2)	(3,1)	(5,2)	(6,6)	(5,9)
A. Inversión directa (ii - i)	(15.646)	(8.557)	(12.426)	(7.890)	(10.659)
i. Extranjera en Colombia (IED)	15.039	16.209	16.325	12.108	13.659
ii. Colombiana en el exterior	(606)	7.652	3.899	4.218	3.000
B. Inversión de cartera	(5.690)	(6.978)	(11.654)	(9.686)	(1.534)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	4.176	(3.257)	(193)	(2.041)	(4.328)
D. Activos de reserva	5.406	6.946	4.437	415	573
Errores y omisiones (E y O)	(622)	480	(243)	(276)	0

(pr): preliminar; (proy): proyección.

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

Fuente: Banco de la República.

y -6,4% del PIB. Para el caso del escenario central, la cifra anterior implica una reducción del déficit hacia niveles cercanos a los USD 16.000 m. El ejercicio de proyección de la balanza de pagos para 2016 es consistente con un escenario de menor crecimiento de la demanda interna y un mayor aporte de las exportaciones netas al PIB. En este sentido, el escenario central supone un ajuste del déficit comercial durante el año por la reducción esperada de las importaciones, la reducción del déficit en el balance de servicios y renta de factores, y un aporte adicional de las transferencias corrientes, dado el crecimiento de las remesas de trabajadores que se ha venido observando en los últimos meses.

En 2016 el desempeño de las ventas externas estará afectado por las menores previsiones de precios para todos los principales productos de exportación. Ello es compensado solo parcialmente con la recuperación de las exportaciones de derivados del petróleo, gracias a la entrada en operación plena de Reficar a mediados del año. Como se mencionó en la sección precedente, en el caso del petróleo se estima un precio promedio de US\$35 por barril para la referencia Brent. Para el resto de las exportaciones se estima una reducción alrededor del 5%, debida, principalmente, a la desaceleración en el crecimiento de los socios comerciales, sobre todo de Venezuela y Ecuador⁵. De esta forma, en el escenario

5 Cabe señalar que para los bienes básicos se estiman variaciones anuales de los volúmenes exportados consistentes con las proyecciones de crecimiento de su producción (-8% petróleo, -1% carbón, 5% ferroníquel y 0% café).

En 2016 se espera que los flujos de capital sean menores a los registrados en 2015. Lo anterior resultado, en particular, de una reducción en los recursos dirigidos a la inversión de cartera.

central las exportaciones de los principales productos caerían en dólares cerca de 29%, mientras las exportaciones totales lo harían en 19,1%.

Por su parte, las importaciones en dólares se contraerían un 15% anual, aproximadamente, frente a lo observado en 2015, comportamiento que está asociado con 1) una importante reducción de la compra externa de bienes de consumo durable y de bienes de capital, dada una demanda interna menos dinámica (capítulos II y IV de este *Informe*); 2) la sustitución de parte de las importaciones de combustibles con la entrada en operación de Reficar, y 3) reducciones adicionales de los precios en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios.

En lo que corresponde al comercio de servicios, para 2016 se proyecta una reducción del déficit, adicional a la observada en 2015, 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 (consecuente con el desempeño estimado del comercio). Asimismo, se estima una disminución en los egresos netos por renta de factores, sobre todo por una menor remisión de utilidades, tanto del sector mineroenergético como del resto de sectores, de manera similar a como se observaría en el primer trimestre.

En cuanto al financiamiento del déficit, se espera que los flujos de capital para todo 2016 sean menores a los registrados en 2015. En particular, se esperan menores recursos de inversión extranjera de portafolio, teniendo en cuenta las mejores condiciones económicas que enfrentan las economías avanzadas frente a las emergentes y la continuación en la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos. En particular se estiman menores recursos derivados de la colocación de bonos, tanto del sector público como privado, en los mercados internacionales, así como menores flujos de inversión de portafolio de los extranjeros en el mercado local (deuda pública y renta variable). Lo anterior estaría parcialmente compensado por mayores flujos netos de la inversión directa y de recursos del crédito externo.

Se estima una inversión directa neta superior a la observada el año anterior. Esto como resultado de aumentos en los flujos hacia sectores diferentes a los mineroenergéticos, gracias al dinamismo que deberá mostrar la construcción de infraestructura y a los recursos provenientes de la venta de Isagén. A esto se suma una menor inversión de colombianos en el exterior frente a lo observado en 2015. Lo anterior compensaría los menores recursos de IED esperados para los sectores de petróleo y minería, debido a los bajos niveles previstos para los precios de dichos *commodities*.

Por su parte, los mayores recursos del crédito externo se explicarían por el mayor endeudamiento del Gobierno Nacional con la banca multilateral y por la contratación de otros créditos por parte del resto del sector público no financiero. Las obras de infraestructura de cuarta generación (4G) también demandarían algunos recursos de crédito externo adicionales.

La inversión directa neta en 2016 se estima en niveles superiores a los de un año atrás, favorecida por la entrada de recursos de la venta de Isagén y menor inversión de los colombianos en el exterior.

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.

Recuadro 1 EVOLUCIÓN DEL BALANCE DE SERVICIOS NO FACTORIALES EN COLOMBIA

Celina Gaitán Maldonado
Rocío Mora Quiñones*

El balance externo de los servicios no factoriales es un componente de la balanza de pagos sobre el cual no se concentra la mayor atención de los analistas y del mercado. Sin embargo, la evolución de las cuentas que componen este balance, y la importancia relativa que en los últimos años han tomado para las perspectivas de ajuste del desbalance externo de la economía colombiana, justifican un análisis más detallado de ellas.

El balance de servicios contabiliza la diferencia entre las transacciones de ingresos y egresos que registra la economía colombiana con el resto del mundo por este concepto. Dentro de esta categoría se clasifican doce actividades transfronterizas, entre las que se incluyen: los servicios prestados en los diferentes medios de transporte (aéreo, marítimo y otros) que son conexos al comercio exterior (carga) y a los servicios de viajes (pasajeros); las transacciones derivadas de la prestación de servicios de viajes, tales como el hospedaje, la alimentación y la recreación, entre otros; servicios empresariales (asistencia técnica, administrativa, servicio al cliente, etc.); servicios financieros, de seguros y pensiones, entre otros¹.

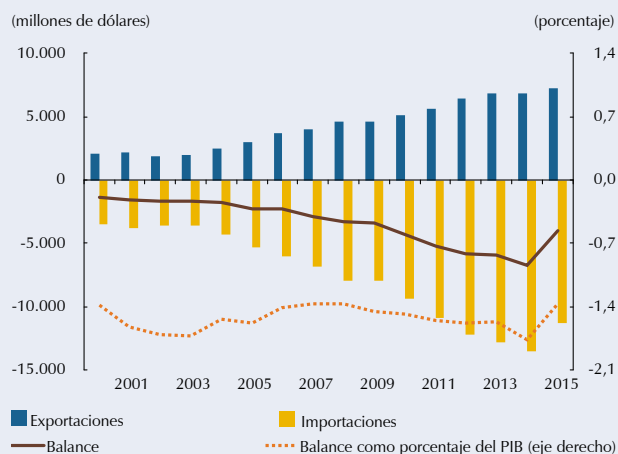
1. Período 2000-2014

Durante la última década el país ha registrado un balance crecientemente deficitario en la cuenta en dólares de servicios no factoriales (Gráfico R1.1). En 2004 este balance registró un déficit de USD 1.798 m, resultado de unos ingresos por exportaciones de servicios por USD 2.453 m y egresos por importaciones de USD 4.251 m. Una década más tarde, al cierre de 2014, el déficit en el balance de servicios se incrementó a USD 6.682 m, cuando los ingresos alcanzaron un valor de USD 6.876 m frente a unos egresos de USD 13.558 m, en ambos casos el triple de lo que se observó una década atrás. En este mismo período, dicho

* Las autoras son, en su orden, profesional especializada del Departamento de Programación e Inflación y profesional experta del Departamento Técnico y de Información Económica del Banco de la República. Sus opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Véase “Balanza de pagos de Colombia. Metodología y fuentes de información”. Disponible en www.banrep.gov.co/economia/pli/Metodologia_Balanza_Pagos.pdf

Gráfico R1.1
Balance anual de servicios no factoriales (2000-2015)

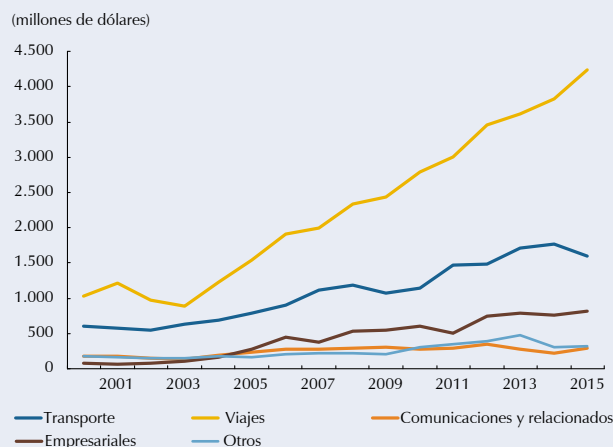


Fuente: Banco de la República.

balance no mostró grandes variaciones como proporción del PIB y fluctuó alrededor del 1,5%.

El desempeño del comercio de servicios en la última década se explica por varios fenómenos, que se describen a continuación. En cuanto a los ingresos, los aumentos más importantes se registraron en el rubro de servicios de viajes, el cual corresponde a las ventas que se derivan de la prestación de servicios turísticos y de negocios en Colombia a no residentes (diferentes a tiquetes de transporte) (Gráfico R1.2). Estas exportaciones mostraron valores promedio, de alrededor de los USD 1.000 m en los primeros años de la década anterior, alcanzando un valor de USD 3.825 m al cierre de 2014,

Gráfico R1.2
Exportaciones anuales por tipo de servicios (2000-2015)



Fuente: Banco de la República.

lo que significó un crecimiento promedio anual en la última década superior al 12%. Aspectos como los importantes avances en la percepción de seguridad en el país durante este período, lo cual estimuló una mayor entrada de turistas, empresarios e inversionistas, y la ola migratoria de finales de los años noventa, que llevó a un importante número de colombianos a radicarse en el exterior y posteriormente visitar el país en calidad de no residentes, explican parte de este comportamiento.

También, debe destacarse la evolución de los ingresos por servicios de transporte y de otros servicios empresariales, los cuales registraron al corte de 2014 crecimientos anuales promedio de 10,4% y 19,8%, respectivamente, para la última década. En el caso del transporte, esta evolución está muy ligada al comportamiento de los servicios de viajes (que se describió antes), que impulsó en particular los ingresos por servicios de transporte aéreo de pasajeros. A la vez, los servicios empresariales fueron jalados, en parte, por la mayor demanda de servicios de consultoría (tributaria y legal, principalmente) por parte de usuarios no residentes atraídos por las posibilidades de negocios en el país.

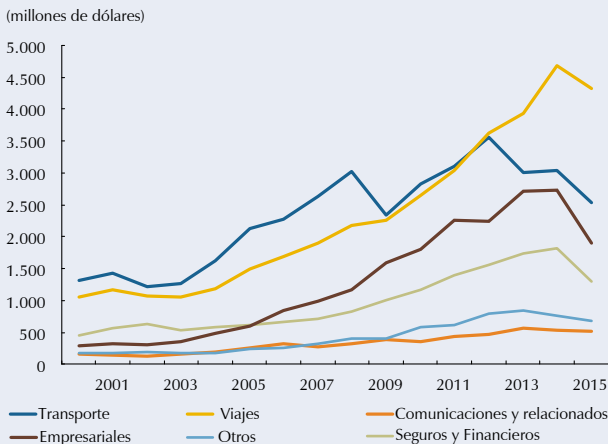
En el grupo de las importaciones, los crecimientos más significativos también se registraron en las compras externas de servicios de viajes, transporte y servicios empresariales (Gráfico R1.3). En el primer caso, los egresos por este tipo de servicios pasaron de registrar un valor algo superior a USD 1.000 m en 2004 a alcanzar un monto de USD 4.678 m al cierre de 2014. Dicho aumento estuvo asociado, principalmente, con el efecto de la apreciación sobre el valor en pesos de los paquetes turísticos al que acceden los colombianos en el exterior. Así, el efecto riqueza que generó la apreciación (32,7% de apreciación acumulada entre 2004 y 2014) sobre el ingreso colombiano en dólares volvió más atractivos los destinos en el exterior, impulsando así ese tipo de importaciones. A esto se añadió la

fase expansiva del ciclo económico (crecimiento promedio anual de 4,8% entre 2004 y 2014) que, sumado al efecto de la apreciación, estimuló las compras de servicios de turismo y de viajes de negocios en el exterior por parte de los colombianos.

Por su parte, los servicios de transporte se vieron impulsados por el desempeño del comercio exterior en la última década, lo que acrecentó la demanda por los servicios de fletes, y por el aumento de las compras de servicios de transporte aéreo de pasajeros, asociado al fenómeno de los servicios de viajes mencionado antes. A ello hay que añadir también el aumento del costo de los servicios de transporte, fuertemente ligado al precio del petróleo, lo que incrementó el valor de ese tipo de servicios durante el *boom* de los precios del crudo. Todos estos factores llevaron a un crecimiento de 7,6% promedio anual de los servicios de transporte entre 2005 y 2014 (Gráfico R1.4).

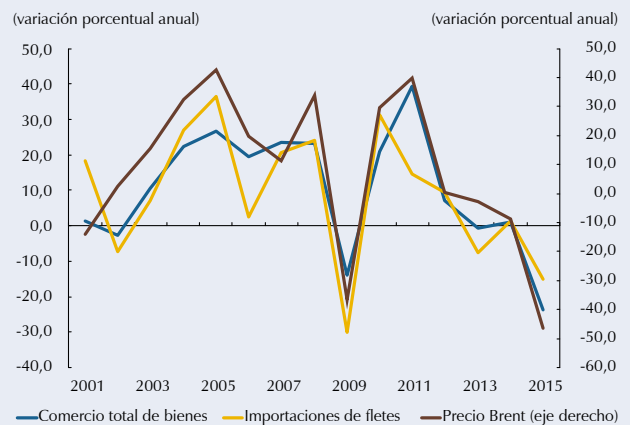
En el caso de los servicios empresariales, en el período analizado se registró un incremento en este tipo de compras externas de 19,6% promedio anual, desde valores cercanos a los USD 600 m en 2005 a USD 2.725 m al cierre de 2014. Dicho comportamiento estuvo asociado con el aumento en la demanda de servicios técnicos importados para el desarrollo de la actividad petrolera y minera, en medio del auge mineroenergético en la economía colombiana durante el período. Adicionalmente, también creció la demanda por servicios de consultoría administrativa (contable, tributaria y legal, principalmente) originada desde las empresas con inversión extranjera directa (IED) que llegaron al país. Un número importante de las compañías, pertenecientes a grandes grupos multinacionales, realizan contratos de consultoría que establecen con sus casas matrices en el exterior, lo que genera egresos externos por esos servicios en el país.

Gráfico R1.3
Importaciones anuales por tipo de servicios (2000-2015)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R1.4
Importaciones de fletes, comercio exterior y precio del petróleo



Fuentes: Bloomberg, DANE y Banco de la República.

Otros factores que impulsaron los servicios importados en la última década tienen que ver con los crecientes egresos por cargos en el uso de la propiedad intelectual e industrial y regalías por uso de marca, asociados a la creciente IED registrada en el período, así como el incremento en los pagos externos por seguros, relacionados con los reaseguros de las grandes inversiones desarrolladas en el país en la fase de auge económico.

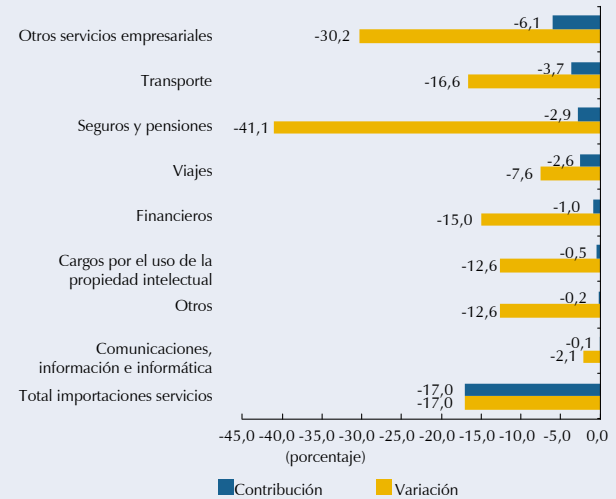
2. Resultados en 2015 y previsiones para 2016

Gran parte de los factores que explicaron la evolución del balance externo de servicios en el país durante la última década se revirtieron desde finales de 2014, lo que generó un cambio en la tendencia del déficit de servicios observada desde 2004. La fuerte caída del precio del petróleo y otros *commodities*, que se presenta desde mediados de 2014, y su impacto en variables como la tasa de cambio, el comercio exterior, el crecimiento económico y la inversión, tuvo efectos importantes en los servicios importados, principalmente, y en menor medida, en las exportaciones. Como resultado, el balance deficitario de servicios registró una disminución de USD 2.701 m entre 2014 y 2015, que se explica por un crecimiento del 5,7% anual de las exportaciones (USD 390 m) y, sobre todo, por una contracción de las importaciones del 17% anual (USD 2.312 m).

Teniendo en cuenta su participación, los servicios que más contribuyeron a la caída de las importaciones fueron los empresariales (-30,2%), los de transporte (-16,6%) y los de viajes (-7,6%) (Gráfico R1.5). Por el lado de las exportaciones (Gráfico R1.6), la contribución más importante provino de las ventas externas de servicios de viaje (11% anual). Por su parte, las ventas externas de otros servicios, como los empresariales y los de comunicaciones, también crecieron en 2015, aunque con un menor aporte. Cabe destacar que con la reducción de las exportaciones de bienes del 33% anual en el último año y el crecimiento registrado de las ventas externas de servicios, estas últimas pasaron de representar menos del 11% del total de las exportaciones del país en 2014, al 16% al cierre de 2015, lo que aumenta la importancia relativa de esta fuente de divisas para el país.

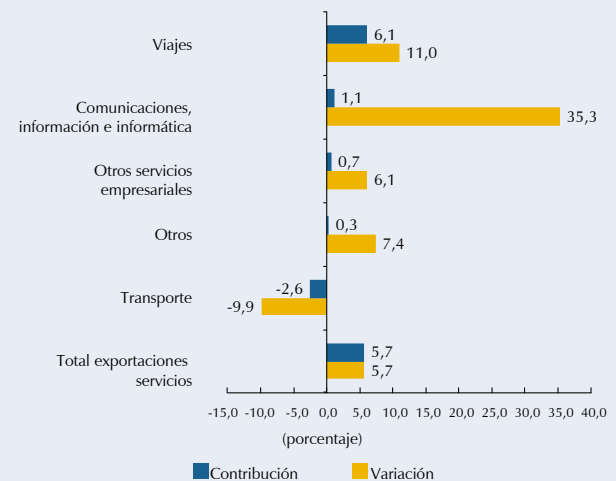
En el escenario central de balanza de pagos que se muestra en el capítulo I de este *Informe*, la reducción del déficit deberá continuar en 2016 y podría extenderse hacia los siguientes años. Ello por los efectos rezagados que puede tener el fenómeno de la depreciación sobre las decisiones de consumo, en especial las relacionadas con los servicios turísticos. Asimismo, las mejoras en la competitividad ex-

Gráfico R1.5
Comportamiento de las importaciones de servicios en 2015



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R1.6
Comportamiento de las exportaciones de servicios en 2015



Fuente: Banco de la República.

terna del país, resultado del ajuste de precios relativos, aumentan el interés de la inversión hacia sectores con alta vocación exportadora de servicios, lo que significa un aumento de los ingresos asociados con esos sectores. Esto es particularmente relevante, no solo en las actividades asociadas con el turismo, sino también con aquellas relacionadas con otros servicios empresariales como la salud y las plataformas de servicio al cliente.

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

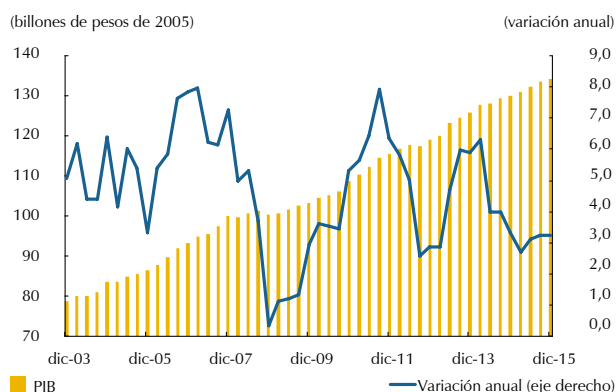
Durante el cuarto trimestre el crecimiento anual del PIB fue de 3,3%, cifra que se ubicó en la parte superior del rango de pronóstico presentado en el anterior Informe sobre Inflación. Así, el año completo mostró una expansión de 3,1%.

El crecimiento del PIB no presentó grandes variaciones a lo largo del año. Sin embargo, la demanda interna sí se desaceleró de manera gradual, lo que sugiere que la economía ha continuado ajustándose de manera ordenada.

Durante los primeros tres meses de 2016 la economía colombiana se habría expandido a un ritmo menor que el del cuarto trimestre de 2015. El efecto calendario de la Semana Santa explica en parte este desempeño, pero este efecto tenderá a revertirse en el siguiente trimestre.

A. COMPORTAMIENTO DEL PIB DURANTE EL CUARTO TRIMESTRE DE 2015 Y TODO 2015

Gráfico 20
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

De acuerdo con la más reciente publicación de las estadísticas de cuentas nacionales producidas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la economía colombiana se expandió 3,3% durante el cuarto trimestre de 2015 (Gráfico 20), ritmo similar al registrado durante el tercero. Esta cifra se ubicó en la parte superior del rango de pronóstico presentado por el equipo técnico del Banco de la República en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 2,6% y 3,6%, con 3,1% como punto medio). Así las cosas, el año completo registró un crecimiento de 3,1% frente a 2014, lo cual es 10 puntos básicos (pb) por encima de lo esperado por el equipo técnico un trimestre atrás (entre 2,8% y 3,2%, con 3,0% como más probable). Cabe señalar que las cifras de crecimiento del PIB de 2014 fueron revisadas a la baja, al pasar de 4,6% a 4,4%.

La dinámica del PIB fue relativamente homogénea a lo largo de 2015, con crecimientos que se ubicaron alrededor del 3,0% para todos los trimestres. No obstante, el comportamiento de la demanda interna sí mostró síntomas de desaceleración a lo largo del año, continuando así con el ajuste ordenado de la economía que se viene observando desde mediados de 2014. Lo anterior evidencia los menores niveles de términos de intercambio, como también el efecto que ha tenido el incremento generalizado del nivel de precios de la economía y la depreciación nominal del peso frente al dólar sobre la capacidad de gasto de los hogares y de las firmas. Adicionalmente, la desaceleración de la economía colombiana ocurrió en un contexto de menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales.

La desaceleración de la demanda interna fue principalmente el resultado de un deterioro del ritmo de crecimiento de la inversión, rubro en el cual se registraron los mayores ajustes durante el 2015. Dentro de este agregado sobresale la caída del componente transable de la formación bruta de capital, en particular, de la inversión en maquinaria para la industria y en equipo de transporte. El retroceso en estos dos rubros se concentró en la segunda mitad del año. El componente no transable (construcción de edificaciones y de obras civiles) también se desaceleró, aunque siguió contribuyendo de manera positiva a la expansión del PIB (Cuadro 4).

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2014	2015				2015
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Consumo total	4,3	4,1	3,7	4,4	3,6	3,9
Consumo de hogares	4,2	4,4	3,8	4,3	3,0	3,8
Bienes no durables	3,2	4,4	4,1	4,6	3,4	4,1
Bienes semidurables	3,1	5,7	2,8	5,6	4,5	4,6
Bienes durables	13,5	5,1	1,4	(4,8)	(8,4)	(2,0)
Servicios	4,7	4,4	4,2	4,5	3,7	4,2
Consumo final del Gobierno	4,7	1,9	2,2	3,3	4,0	2,8
Formación bruta de capital	11,6	6,5	0,8	3,4	0,2	2,6
Formación bruta de capital fijo	9,8	7,3	3,6	0,5	(0,0)	2,8
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,5	(5,4)	(3,0)	0,2	2,7	(1,5)
Maquinaria y equipo	7,1	0,6	(2,0)	(0,3)	(5,3)	(1,8)
Equipo de transporte	10,0	41,3	6,0	3,1	(5,1)	9,4
Construcción y edificaciones	7,7	2,3	10,1	(8,2)	8,0	2,7
Obras civiles	14,0	3,7	7,2	7,6	2,5	5,2
Servicios	11,0	1,9	4,6	(3,3)	0,7	0,9
Demanda interna	6,0	4,4	3,1	4,2	2,6	3,6
Exportaciones totales	(1,3)	4,1	(0,2)	(5,2)	(1,0)	(0,7)
Importaciones totales	7,8	12,3	(0,7)	7,4	(2,9)	3,9
PIB	4,4	2,7	3,1	3,2	3,3	3,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El consumo privado y público se desaceleró en todo 2015 con respecto a lo observado en 2014, aunque en menor medida que la inversión.

Por su parte, el consumo en sus dos componentes, el privado y el público, también se desaceleró con respecto a lo observado en 2014, aunque en menor medida que la inversión. Dentro del consumo privado, el gasto que registró mayores ajustes fue el durable. Esto habría sido resultado, en gran medida, del efecto de la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal y de su traspaso a los precios de este tipo de bienes. Los demás componentes del consumo privado registraron un buen comportamiento, aunque con cierta desaceleración hacia el último cuarto del año.

La demanda externa neta (exportaciones menos importaciones) tuvo una contribución negativa a la expansión del PIB en 2015. Las exportaciones cayeron levemente en el agregado del año, comportamiento que obedeció a los menores niveles de ventas al exterior de bienes de origen minero. Esta dinámica se agudizó más hacia los últimos trimestres del año. A lo anterior se sumó el desempeño mediocre de las exportaciones no tradicionales, las cuales parecen haber sido afectadas por una baja demanda externa relacionada con el mal momento por el que pasan nuestros principales socios comerciales, y por la escasa respuesta de las industrias exportadoras a la depreciación acumulada de la tasa de cambio. Es posible que la debilidad de la demanda externa, junto con un aumento de los costos de las materias primas importadas (por la misma depreciación), haya impedido que las firmas aprovecharan las ganancias en competitividad, derivadas de un tipo de cambio más favorable.

Las importaciones también se desaceleraron en 2015 y registraron una moderación en su crecimiento frente a 2014, pero a un ritmo más lento que el pronosticado en versiones anteriores de este *Informe*. A lo largo del año la dinámica de este rubro fue consistente con aquella observada en los componentes del PIB por el lado del gasto, con mayor participación de bienes importados: es decir, el consumo durable y las inversiones en bienes de capital para la industria y en equipo de transporte. Por el lado de la oferta, las ramas de mayor dinamismo en el año completo fueron la construcción, el comercio y los servicios financieros, mientras que la industria manufacturera y la minería presentaron una expansión por debajo de sus promedios desde el año 2000 (2,8% y 3,8%, respectivamente) (Cuadro 5). No obstante, durante el segundo semestre se observó una recomposición en favor de la producción transable (industria y agropecuario, por ejemplo) afín con lo esperado tras la fuerte depreciación del peso frente al dólar.

Las ramas de mayor dinamismo en 2015 fueron la construcción, el comercio y los servicios financieros, mientras que la industria manufacturera y la minería presentaron una expansión por debajo de sus promedios desde el año 2000.

El dinamismo del sector de la construcción (3,9%) se explicó por el buen comportamiento de las obras civiles (5,4%), a pesar de que la construcción de edificaciones mostró un escaso crecimiento para todo el año (2,1%). Esto obedece al retroceso de las edificaciones no residenciales en la segunda mitad del año. Por el lado de las obras civiles, es importante señalar que el componente de carreteras y de otras obras de ingeniería impulsó el dinamismo sectorial; los pagos realizados por los gobiernos locales explican gran parte de la contribución de este subsector al crecimiento de la economía colombiana.

En lo que respecta al comercio, aunque su crecimiento estuvo por encima del de la economía en su conjunto, se debe señalar la marcada desaceleración de las ventas hacia el final del año, en particular las de vehículos, las cuales cayeron

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

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

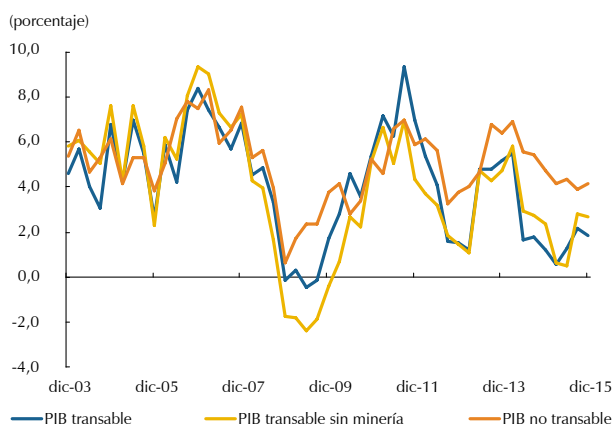
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

13% en 2015. Por el contrario, el turismo parece haberse visto favorecido por la depreciación del peso: el PIB de hoteles y restaurantes se aceleró frente a 2014 y mostró una expansión de 5,5%, afín con el porcentaje de habitaciones ocupadas que superó el 62% durante la época de fin de año de acuerdo con información de la Asociación Hotelera y Turística de Colombia (Cotelco). Según la Aeronáutica Civil (Aerocivil), el número de pasajeros durante 2015 aumentó 10,1% para viajes nacionales y 10,7% para los internacionales. Adicionalmente, con información del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, el desplazamiento por vía terrestre también se incrementó. Así, durante diciembre de 2015 transitaron 4.414.285 vehículos por los peajes del país, lo que representa un crecimiento de 8,8% anual.

Por otra parte, el PIB de servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas continuó creciendo a una tasa relativamente alta (4,3% en el año). Dada su participación en el PIB (19,6%), este sector siguió siendo uno de los que más aportó a la expansión de la economía, como viene sucediendo desde hace varios años.

Finalmente, los sectores minero y manufacturero enfrentaron algunos choques negativos de oferta negativos durante lo corrido del año. En el sector minero, problemas de orden público en contra de la infraestructura petrolera, junto con inconvenientes para el transporte de la producción carbonífera y de petróleo, afectaron el comportamiento sectorial. La producción creció 1,5% durante el año para el petróleo y cayó 3,5% para el carbón. En la industria el cierre de Reficar durante buena parte del año implicó una contracción significativa de la producción de derivados de petróleo, cuya participación ha sido cercana al 12% del PIB

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

manufacturero. Al excluir la refinación de petróleo, la industria creció 1,6% en el año y se aceleró en el segundo semestre, con una expansión anual cercana al 3,1% frente al 0% de la primera mitad.

En ese entorno, el PIB transable se aceleró de 0,9% a 2,0% del primero al segundo semestre, mientras que el no transable mantuvo un crecimiento anual del 4%. En particular, durante el cuarto trimestre el PIB transable presentó una expansión de 1,9%. Al excluir la minería, el PIB del resto de sectores transables mostró una expansión de 2,7%. Es importante mencionar que estas cifras de crecimiento del PIB transable y transable sin minería se encuentran significativamente por debajo de su promedio histórico (3,7% y 3,8%, en su orden) (Gráfico 21).

B. EL PIB DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2016

Los indicadores disponibles sobre el desempeño de la actividad económica para el primer trimestre de 2016 sugieren que en este período el PIB se habría expandido a un menor ritmo que el observado en el último cuarto de 2015. A comienzos de año la economía colombiana continuó ajustándose lentamente a las nuevas realidades en materia de tasa de cambio y términos de intercambio. Los pronósticos presentados en este *Informe* contemplan una demanda interna que se estaría ajustando por medio de una menor inversión en bienes de capital, mientras que el consumo habría continuado en una senda de desaceleración ordenada. Al desagregar este último entre sus componentes, se contempla un ritmo de crecimiento del consumo de los hogares similar al registrado un trimestre atrás, producto de caídas menos pronunciadas para el rubro durable, las cuales habrían sido contrarrestadas por desaceleraciones adicionales en los demás rubros del consumo privado. Para el público se espera una desaceleración, consistente con los ajustes fiscales anunciados y efectuados por el gobierno central. Por su parte, las exportaciones e importaciones en términos reales habrían caído a un ritmo mayor que el observado para el cuarto trimestre de 2015.

Es conveniente señalar que el primer trimestre de 2016 contó con un menor número días hábiles, dada la celebración de Semana Santa en marzo y no en abril, como sí sucedió en 2015. En oportunidades anteriores, esta situación ha tenido un impacto adverso, pero transitorio, sobre el desempeño sectorial, en particular sobre la industria, tal como fue reseñado por Parra y Piraján (2013)⁶. En dicho documento se estima que el impacto sobre el crecimiento del PIB es cercano a 40 pb por el efecto de Semana Santa. Para el segundo trimestre, con un mayor número

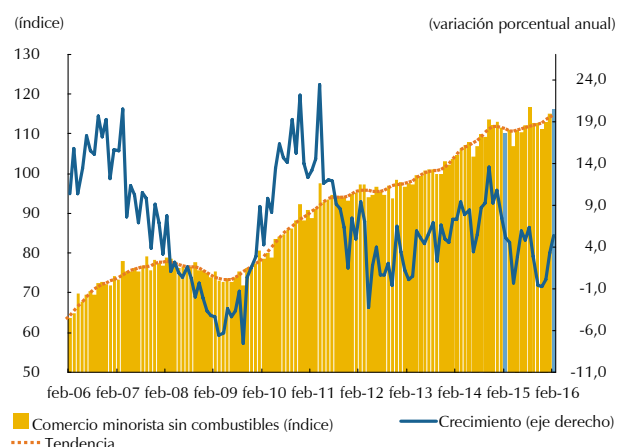
⁶ Consúltese: *Informe sobre Inflación*, junio de 2013, Recuadro 1 “Efectos calendario sobre la actividad económica en Colombia”; también, el lector puede consultar la metodología en Borradores de Economía, núm. 820 de 2014 y núm. 888 de 2015.

de días hábiles, este efecto debería revertirse, lo que conducirá a una mejoría en el desempeño de estos indicadores, particularmente en abril.

De todas maneras, la incertidumbre sobre el desempeño económico en estos primeros tres meses es alta, sobre todo si se tiene en cuenta que el comportamiento de distintos indicadores coyunturales muestra resultados diversos. Los llamados *indicadores fuertes*, aquellos producidos por el DANE y que sirven de insumo para estimar el PIB, sugieren un buen desempeño de la economía en el primer trimestre; mientras que los auxiliares, aquellos obtenidos de otras fuentes, revelan un panorama menos prometedor.

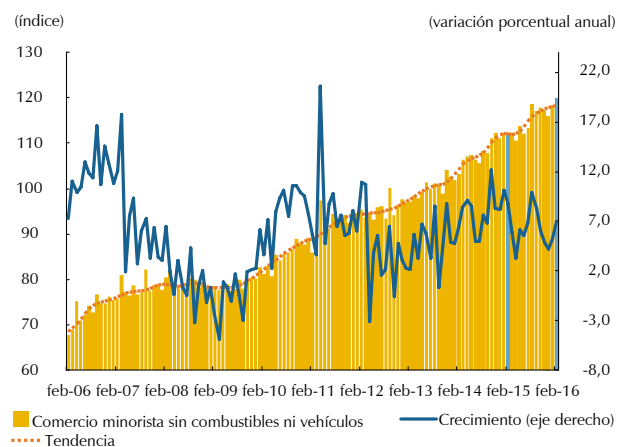
En efecto, la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE reveló un crecimiento anual de las ventas totales de 5,4% en febrero, cifra superior a la

Gráfico 22
Encuesta mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles,
desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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

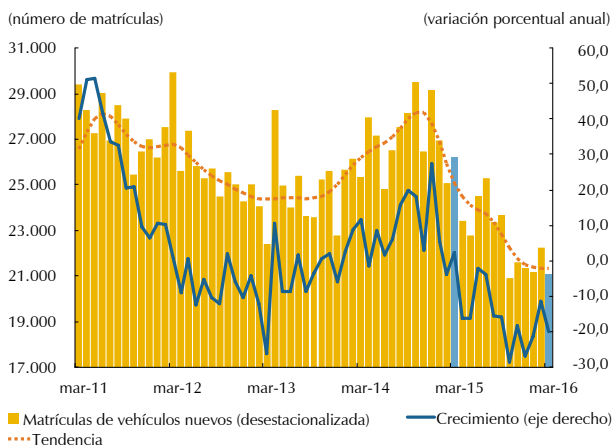


Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

registrada para los primeros dos meses del año (4,3%), y la cual significó una aceleración frente al registro del cuarto trimestre de 2015, período en el que estas se contrajeron 0,4% (Gráfico 22). Al descontar las ventas de vehículos, los restantes rubros registraron una expansión de 6,9% frente al mismo mes del año pasado (Gráfico 23). Para el bimestre el crecimiento fue de 6,1%. En este caso los datos también sugieren una aceleración de la dinámica de este tipo de ventas con respecto a la cifra de finales de 2015.

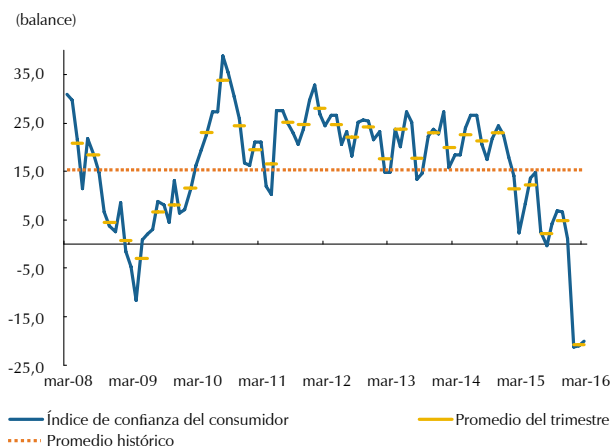
Por su parte, las ventas de automotores registraron caídas. En febrero el índice de ventas minoristas de vehículos de la EMCM se contrajo 2,6% anual. El agregado del bimestre lo hizo un -5,5%, frente al -24,5% observado para el cuarto trimestre del año pasado. Cabe señalar que este desempeño, aparentemente mejor en el caso de automóviles, está relacionado con una alta base de comparación en el cuarto trimestre de 2014 (cuando se realizó el XIV Salón Biental del Automóvil), hecho que afectó el desempeño de la serie en el mismo período de 2015. No obstante, los registros sugieren un estancamiento en niveles similares a los observados en 2011 y 2012, algo que es corroborado por los registros de matrículas publicados por el Comité Automotor Colombiano. Según estas fuentes (Gráfico 24), con cifras a marzo, las matrículas cayeron 20,0% anual. El agregado de los primeros tres meses del año lo hizo un -17,5%, lo que evidencia una recuperación frente a la caída observada en el cuarto trimestre de 2015 (-25,2%). Este comportamiento ocurrió tanto en el renglón de uso particular (consumo durable), como en el de uso comercial (inversión en equipo de transporte).

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



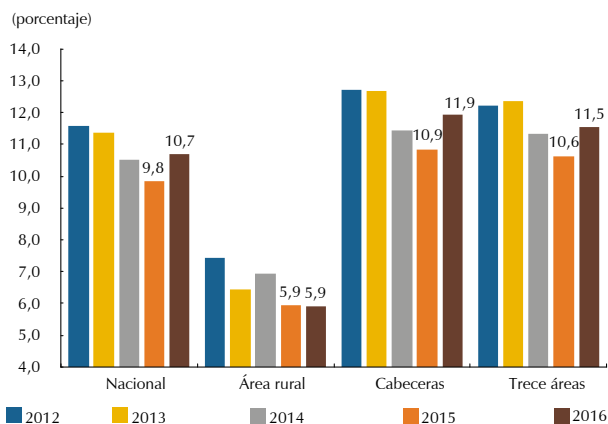
Fuente: Comité Automotor Colombiano (ANDI, Fenalco, Econometría); cálculos del Banco de la República

Gráfico 25
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 26
Tasa de desempleo
(trimestre móvil enero-febrero-marzo)



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

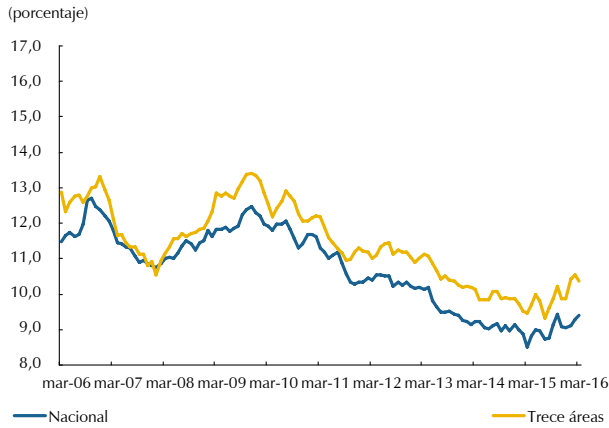
En contraste con lo anterior, la información proporcionada por otros indicadores auxiliares, que guardan una alta correlación con la tasa de crecimiento del consumo privado, sugiere una desaceleración de este componente del PIB durante el primer trimestre: es el caso del índice de confianza del consumidor (ICC), el cual, con información a marzo, reveló de nuevo niveles históricamente bajos (Gráfico 25). El promedio del trimestre ha sido el más bajo desde que se tiene registro, lo que sugeriría una desaceleración del consumo de los hogares durante dicho período. No obstante, cabe señalar que la correlación entre estas dos series se ha debilitado en los últimos trimestres.

Asimismo, la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República con corte a febrero también apunta a que en el primer cuarto del año en el consumo privado habría ocurrido una desaceleración en su ritmo de expansión anual frente a lo observado en el cuarto trimestre de 2015.

El comportamiento reciente del mercado laboral también señalaría un aumento en la probabilidad de una desaceleración del consumo privado. Durante el primer trimestre de 2016 se observaron algunos signos de deterioro en las condiciones laborales del país. Al trimestre móvil terminado en marzo, la tasa de desempleo (TD) se incrementó con respecto al mismo período del año anterior en todos los dominios geográficos, excepto en las áreas rurales, donde no presentó cambios (Gráfico 26). En ese trimestre móvil la TD nacional se ubicó en 10,7%, la de las áreas rurales en 5,9%, la de las cabeceras urbanas en 11,9% y la de las trece principales áreas metropolitanas en 11,5%. Al descontar el efecto estacional, se continúa observando una tendencia ascendente en las TD nacional y de trece áreas (Gráfico 27).

Lo anterior se explica por una desaceleración del empleo (medida por la tasa de ocupación, TO) y un incremento de la participación (de acuerdo con la tasa global de participación, TGP) (Gráfico 28). La desaceleración de la ocupación es evidente al analizar su comportamiento, el cual en el trimestre terminado en marzo creció 0,9% anual en el total nacional, y en las trece áreas lo hizo a una tasa anual de 0,5% (Gráfico 29, paneles A y B). Este crecimiento es todavía positivo gracias al comportamiento del empleo asalariado, que en el

Gráfico 27
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)

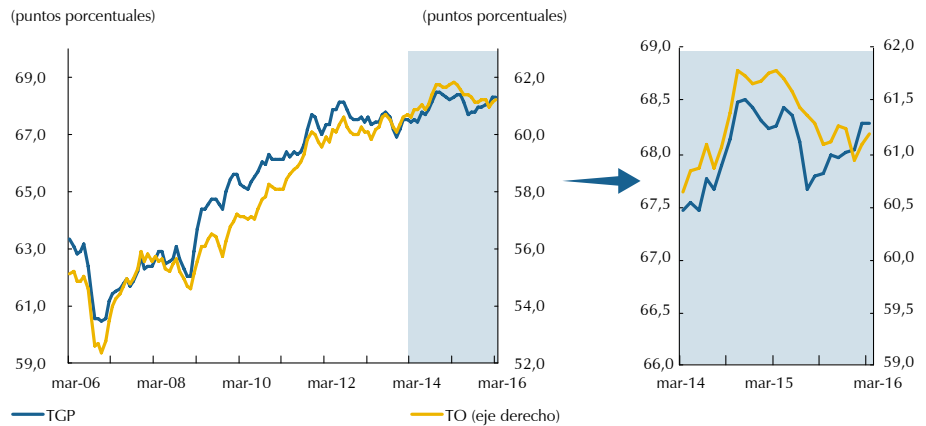


Fuente: DANE (GEIH).

mismo período se expandió un 1,4% anual, mientras que el no asalariado cayó 0,5%. Al igual que en el empleo total, las series desestacionalizadas revelan varios meses de estancamiento en el empleo asalariado (Gráfico 30).

Por el lado del ingreso disponible de los hogares, entre enero y marzo el crecimiento de la cartera de consumo (nominal) fue 11,5%, cifra inferior a la observada hacia finales del año pasado (11,8%). Asimismo, el costo de acceso a este crédito se incrementó. Las tasas de interés en términos nominales aumentaron en el margen.

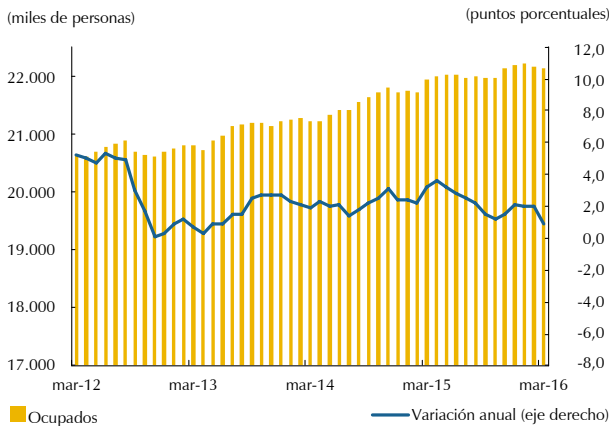
Gráfico 28
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(desestacionalizadas, trece áreas)



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.

B. 13 principales áreas metropolitanas

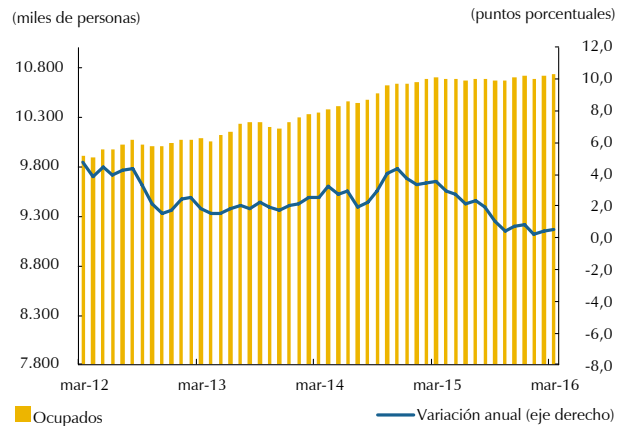
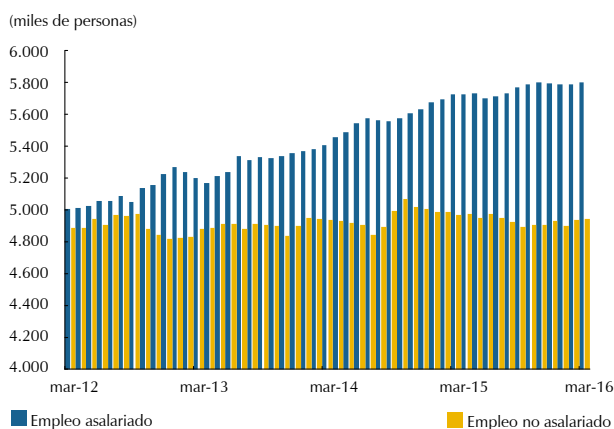
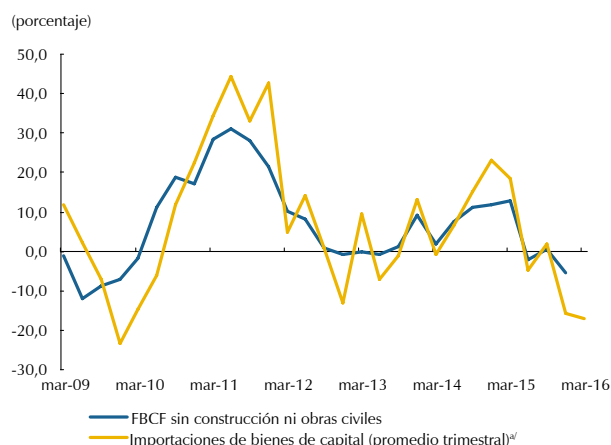


Gráfico 30
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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 marzo corresponde a una proyección utilizando las cifras preliminares de la DIAN.

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

Fuente: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior).

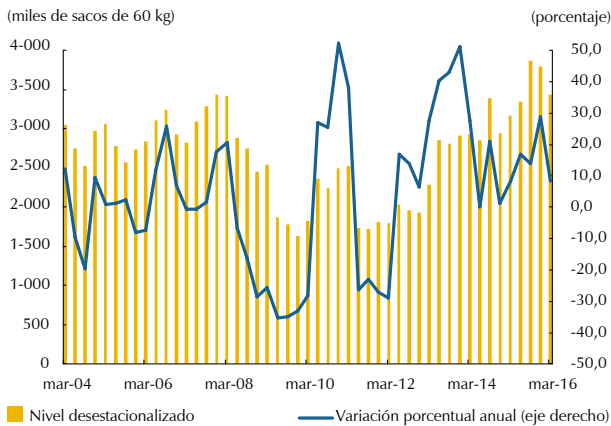
Con respecto a la formación bruta de capital, las cifras disponibles de importaciones de bienes de capital (llevadas a pesos constantes) y los registros de matrículas de vehículos de trabajo permiten prever disminuciones en el gasto en inversión de maquinaria y equipo, y de equipo de transporte durante el primer trimestre de 2016 (Gráfico 31). Los bajos precios internacionales de bienes básicos exportados por Colombia y la depreciación adicional de la tasa de cambio nominal seguirían golpeando las decisiones de inversión, tanto en el sector mineroenergético como en otras ramas. Además, en el caso de las obras civiles, se espera una caída, en parte, por una base alta de comparación en el mismo período de 2015. En contraste, se espera un buen comportamiento de la inversión en construcción de edificaciones, sobre todo de aquella realizada en el sector residencial.

En materia de comercio exterior, las cifras de exportaciones en dólares publicadas por el DANE y por la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) muestran retrocesos importantes, dinámica que se mantiene cuando se explican en pesos reales. Este comportamiento habría sido resultado del mal desempeño de las ventas de productos de origen minero, principalmente. Algo similar habría sucedido en el caso de las importaciones. Las cifras en dólares también registraron fuertes contracciones en enero y febrero. Al convertirlas a pesos constantes también se obtienen caídas de importante magnitud, incluso mayores que para el caso de las exportaciones. Los mayores ajustes habrían ocurrido en los renglones de bienes de capital y de consumo durable, lo que sería consistente con el comportamiento que se prevé para la demanda interna transable durante el primer trimestre.

Por ramas de actividad, los indicadores disponibles sugieren un desempeño dispar de la actividad económica para el primer trimestre de 2016, el cual apunta a una desaceleración del crecimiento frente al cuarto trimestre de 2015. Las noticias más favorables provienen del sector agrario, el comercio y la industria manufacturera. Por el contrario, la minería presenta un desempeño poco satisfactorio. Las cifras relacionadas con la construcción muestran comportamientos mixtos.

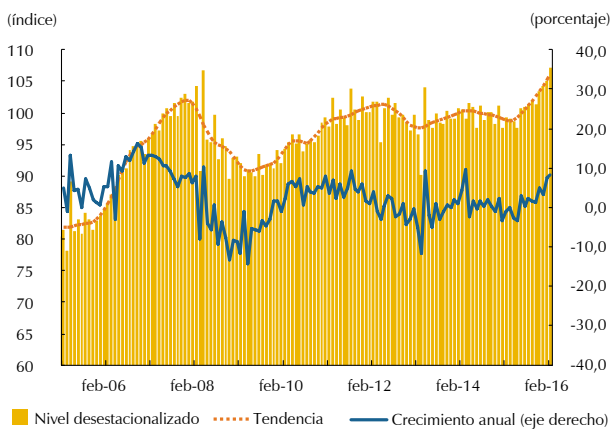
De acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, aunque la producción del grano se desaceleró de 24,5% en el cuarto trimestre de 2015 a 9,6% en los primeros tres meses de 2016, el sector continuó mostrando un dinamismo importante, por encima de lo previsto hace tres meses y de la economía en su conjunto (Gráfico 32).

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.

El sacrificio de ganado ha seguido creciendo, aunque a una tasa modesta (1,9% para el bimestre enero-febrero). Aún es incierto el impacto que el fenómeno de El Niño tenga sobre este subsector.

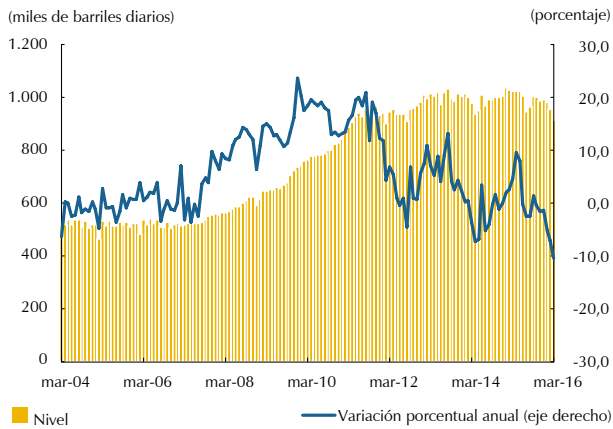
La industria manufacturera ha mostrado un comportamiento favorable, el cual obedecería a la reapertura de Reficar y al efecto que la depreciación acumulada ha generado en sectores transables como confecciones, productos textiles y artículos de cuero. Según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, el total sectorial se expandió 8,2% en febrero, y si se excluye la refinación de petróleo, el crecimiento de las manufacturas restantes fue de 5,7%. En lo corrido del año la industria total habría crecido 7,9% y sin refinación de petróleo 5,0%. El componente tendencial de ambas series mostró un aumento importante y confirma la recuperación de la industria manufacturera (Gráfico 33). No obstante, la heterogeneidad sectorial persiste y hay algunos sectores relacionados con los de elaboración de azúcar y fabricación de vehículos y motores que muestran caídas importantes.

Al respecto, con información a marzo, la *Encuesta de opinión empresarial* de Fedesarrollo para el sector industrial mostró mejoras adicionales, tanto en el indicador de pedidos, como en las existencias, lo que apunta a que la recuperación continuaría. Al mismo tiempo, las expectativas a tres meses mejoraron, pero en un entorno donde la volatilidad del indicador es elevada y no permite ratificar alguna tendencia clara. Con todo ello, la confianza industrial durante los primeros tres meses mejoró frente a los registros observados un año atrás. Además, de acuerdo con la *Encuesta de opinión*

empresarial de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), la utilización de la capacidad instalada se sitúa en niveles cercanos al promedio histórico, y el clima de negocios presenta mejorías. De esta última fuente, los industriales reportan como principales problemas: el tipo de cambio, los costos de materias primas y una menor demanda.

En lo que respecta a la minería, de acuerdo con cifras de la Asociación Colombiana de Minería (ACM), la producción de carbón año corrido a febrero se situó en 13,1 millones de toneladas, lo que implicó una contracción alrededor del 7% anual. El panorama del sector es más preocupante cuando se constata que, con la información de exportaciones en volúmenes producida por el DANE, las ventas al exterior de este producto cayeron 10,5% durante marzo. La producción de petróleo también siguió disminuyendo a comienzos de año, a un ritmo cada vez mayor y con niveles inferiores al millón de barriles diarios —951 miles de barriles diarios (mbd), frente a 993 mbd de un trimestre atrás—. Durante los primeros tres meses del

Gráfico 34
Producción de petróleo
(nivel y crecimiento anual)



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

año la contracción anual de este sector fue del 7,4%. Para marzo, con una producción de 916 mbd, la caída fue del 10,3% y 4,2% frente al mismo mes de un año atrás y al mes anterior, respectivamente (Gráfico 34).

En la construcción los indicadores muestran comportamientos mixtos. Con cifras a febrero, la producción y los despachos de cemento crecieron 5,8% y 3,6%, respectivamente. En contraste, las licencias de construcción cayeron 23,3%. Por último, aunque las estadísticas de concreto muestran una expansión de 3,2% para el total, se aprecia alguna disparidad interna: mientras que las destinadas para edificaciones y vivienda crecen (11,4% y 4,7%, respectivamente), las obras civiles y otras construcciones cayeron de manera importante (-9,9% y -7,3%).

Todo lo anterior permite proyectar una expansión anual del PIB para el primer trimestre de 2016 menor que la que se observó para el último cuarto de 2015; así, se espera un crecimiento que se habría situado entre 1,8% y 3,2%, con 2,5% como cifra más probable. La amplitud del rango de pronóstico es consistente con la incertidumbre relacionada con el desempeño del consumo del Gobierno y de las obras civiles, entre otros factores.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

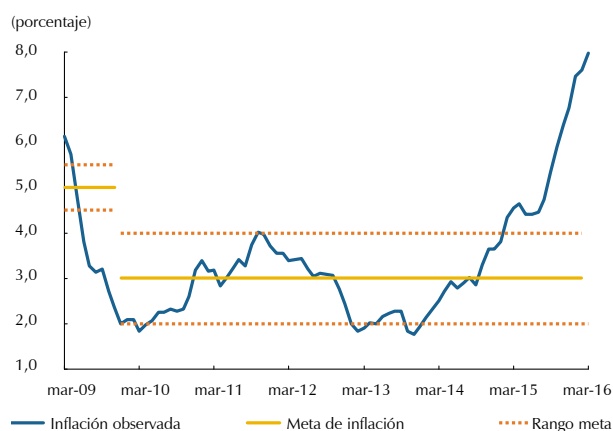
Al término del primer trimestre del año 2016, la inflación anual al consumidor continuó mostrando una tendencia creciente, superando los pronósticos efectuados en el anterior Informe sobre Inflación.

El promedio de los indicadores de inflación básica también continuó aumentando en este trimestre, manteniéndose por encima de la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República.

El actual fenómeno de El Niño, la depreciación acumulada del tipo de cambio y una mayor indexación explican el grueso de los aumentos de los precios en lo corrido del año.

Durante el primer trimestre del año los precios al consumidor siguieron sometidos a presiones alcistas de consideración. La inflación anual del índice de precios al consumidor (IPC) cerró en marzo en 7,98%; es decir, 121 pb por encima del registro de diciembre de 2015 (Gráfico 35 y Cuadro 6). En esta ocasión, como viene ocurriendo varios trimestres atrás, los resultados de inflación superaron los pronósticos de los analistas del mercado y del equipo técnico del Banco de la República.

Gráfico 35
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Las alzas en los precios al consumidor fueron generalizadas durante estos primeros tres meses de 2016, con variaciones anuales crecientes en todos los principales grupos que conforman la canasta del IPC (transables, no transables, regulados y alimentos). Como en los dos trimestres anteriores, los aumentos de precios en esta oportunidad tuvieron su origen en dos fuentes principales: 1) la fuerte depreciación acumulada del peso frente al dólar desde mediados de 2014, la cual ascendió a 80,67% para el promedio de febrero de 2016, y 2) el choque climático debido a la presencia del fenómeno de El Niño, uno de los más intensos de las últimas cinco

Cuadro 6
Indicadores de inflación al consumidor
(a marzo de 2016)

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

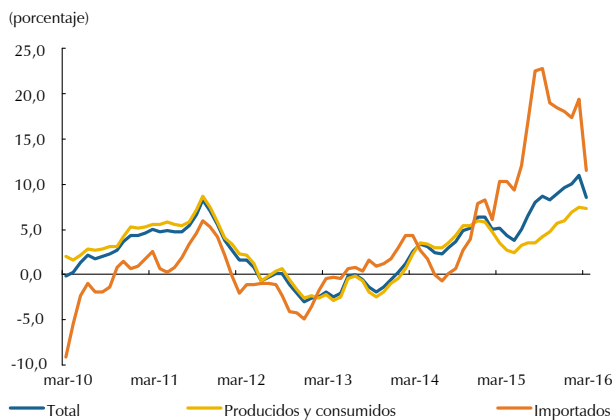
décadas. Mientras la depreciación ha golpeado directamente a los precios de los bienes y servicios transables e indirectamente a los no transables vía costos, el fenómeno de El Niño ha afectado principalmente a los alimentos perecederos y a las tarifas de energía.

Adicionalmente, en 2016 los precios al consumidor también empezaron a recibir el impacto de efectos de segunda ronda, asociados con el incremento de la inflación del año pasado, debido a la activación de diversos mecanismos de indexación. Este ha sido el caso de varios rubros relacionados con los servicios de educación y salud, entre otros.

En lo corrido de 2016, por el contrario, la demanda no parece haber sido un factor inflacionario. Como se menciona en el capítulo IV, las estimaciones de brecha indican que se ha mantenido muy cerca de cero en 2015 y en los primeros meses de 2016. A pesar de lo anterior, el menor crecimiento del gasto en estos trimestres tampoco ha logrado frenar las presiones alcistas señaladas.

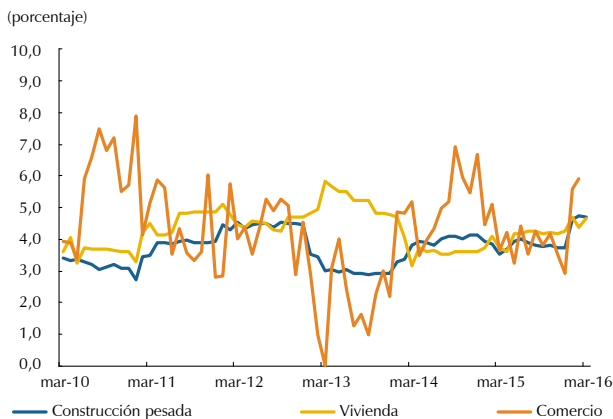
Desde comienzos de 2015 los choques de tipo de cambio y de clima se han transmitido a los precios al consumidor, en buena parte, mediante los costos. En lo que va de 2016 esto ha seguido ocurriendo. En el caso de los costos no laborales, aunque hubo alguna moderación en los primeros meses del año, los ajustes continuaron siendo significativos, a juzgar por el comportamiento del índice de precios al productor (IPP) de oferta interna (el IPP importado más el IPP de producidos y consumidos internamente), cuya variación anual a marzo fue de 8,6%, algo menor que la de diciembre de 2015 (9,6%) (Gráfico 36). El descenso en los primeros

Gráfico 36
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

Gráfico 37
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

tres meses del año (de 18,0% en diciembre a 11,5% en marzo) lo explica el componente importado, gracias a la apreciación del peso desde mediados de febrero. Por el contrario, el IPP producido y consumido aumentó de 6,0% en diciembre a 7,3% en marzo, sobre todo por las presiones ejercidas por el IPP agropecuario, el cual ha sido afectado por el fenómeno de El Niño, entre otros factores.

En cuanto a los costos laborales, la dinámica reciente que muestran los ajustes salariales con información a febrero y marzo podría estar señalando presiones inflacionarias crecientes. Dichos ajustes superan la meta de inflación de manera importante, aunque aún a tasas menores que el ajuste del salario mínimo (a excepción de lo observado en la industria). Es el caso de los salarios de la construcción pesada y de la construcción de vivienda, que mostraron ajustes anuales a marzo cercanos a 4,7%, mientras los del comercio repuntaron de 5,6% en febrero a 5,9% en marzo, y los de la industria lo hicieron de 6,1% a 8,9% (Gráfico 37).

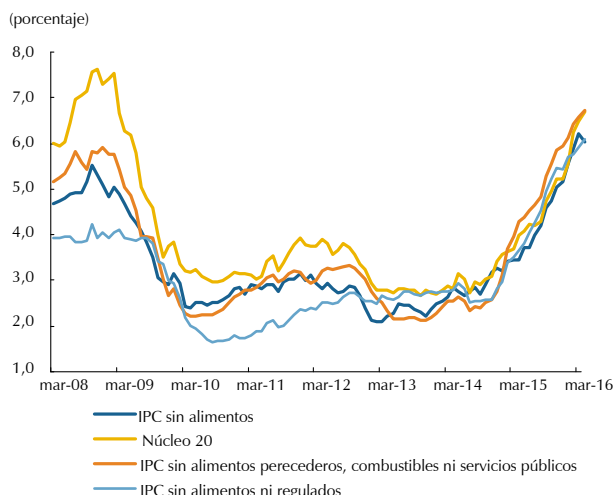
A. LA INFLACIÓN BÁSICA

En lo corrido del año la inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, continuó la tendencia creciente que trae desde el cuarto trimestre de 2014. En marzo, este promedio aumentó a 6,29%, desde el 5,43% observado en diciembre pasado (Cuadro 6). Todos los indicadores de inflación básica aumentaron en el primer trimestre del año, siendo el de

mayor nivel el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos (6,57%), y el de menor nivel IPC sin alimentos ni regulados (5,91%). Por su parte, el IPC núcleo 20 se situó en 6,48% y el IPC sin alimentos en 6,20% (Cuadro 6, Gráfico 38).

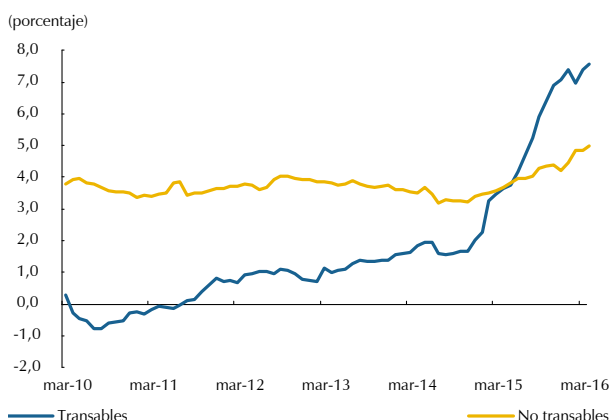
Durante el primer trimestre de 2016 el aumento de la variación anual del IPC sin alimentos la explicó en especial el grupo de regulados, pero también hubo importantes presiones al alza en los segmentos de transables y no transables (Cuadro 6, gráficos 39 y 40). El componente regulado aumentó de 4,28% en diciembre a 7,24% en marzo, acentuando la tendencia alcista que se observó en 2015. Así, un poco más del 37,0% del aumento de la inflación anual en el primer trimestre se originó en aquel grupo.

Gráfico 38
Indicadores de inflación básica



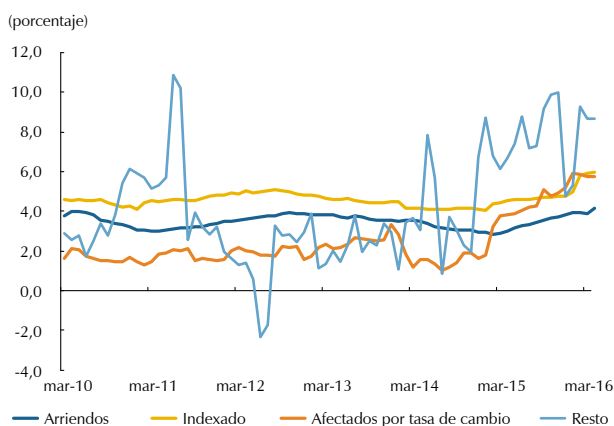
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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.

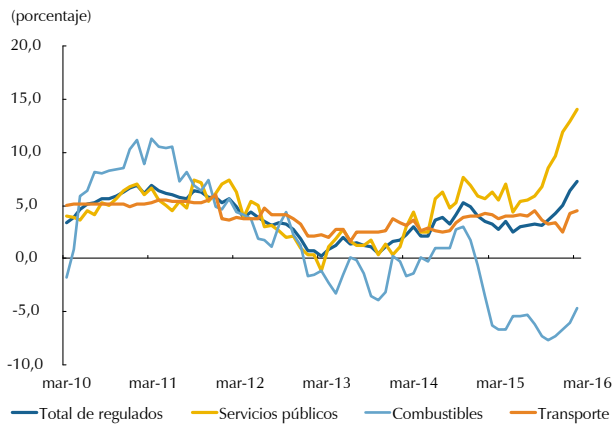
Aunque las alzas en la canasta al consumidor fueron generalizadas, las principales se concentraron en los servicios públicos, cuya variación anual en marzo (14,0%) superó ampliamente lo observado en diciembre pasado (9,7%). Dos factores han incidido en este comportamiento: el primero corresponde al fenómeno de El Niño y otros choques de oferta que ha determinado aumentos significativos en las tarifas de gas y energía; el segundo obedece a la activación de mecanismos de indexación, tanto al IPC como al IPP, y a la depreciación acumulada del peso.

Las tarifas del gas han sido afectadas por cuellos de botella en el transporte y por la gran demanda de las generadoras de energía térmica, las cuales han tenido que suplir la caída de la generación hidráulica debido a la disminución notable en el nivel de los embalses ocasionado por las bajas lluvias que trajo el fenómeno de El Niño. Esta situación también ha repercutido en las tarifas de energía eléctrica, caso en el cual, además, ha influido la depreciación del peso, los mayores costos por indexación al IPC e IPP y la menor generación originada por la salida de operación de la hidroeléctrica de Guatapé a comienzos de este año, entre otros factores.

En el caso de las tarifas de acueducto, aseo y alcantarillado, los aumentos, particularmente los de marzo (que probablemente se repetirán en abril), se explican por la activación de mecanismos de indexación. Dicho efecto opera cada vez que se acumulan 3 pp de inflación a partir del último reajuste de tarifas, situación que había sucedido en el cuarto trimestre del año pasado. Es posible que a finales de año, por acumulación de otro 3% en la inflación al consumidor, se efectúe un nuevo incremento en estas tarifas.

En el IPC de transporte regulado (transporte público urbano) también se presentaron alzas, pero más moderadas: pasó de 3,3% en diciembre a 4,5% en marzo. Este repunte recoge el aumento de las tarifas del transporte público decretadas en Bogotá y Cali durante el primer trimestre de este año. En el caso de los combustibles, hubo descensos en precios en estos primeros tres meses, sin embargo, la variación anual, aunque se mantuvo en terreno negativo, aumentó desde -7,3% en diciembre hasta -4,7% en

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

marzo (Gráfico 41). Dicho incremento se explica por una base de comparación muy baja en el mismo período de 2015, cuando el gobierno nacional decidió reducir el precio de la gasolina 300 pesos, teniendo en cuenta la caída que a la fecha presentaban los precios internacionales de los combustibles.

El otro componente que más contribuyó al aumento de la inflación sin alimentos en el primer trimestre fue el de transables (sin alimentos ni regulados). Para marzo, la variación anual de este indicador fue 7.4% frente a 7,1% observado en diciembre, con lo cual el repunte de la inflación total para este período lo explica en un 5,3% este grupo. La depreciación acumulada, que se inició en julio de 2014 y que se extendió hasta mediados de febrero de 2016, explica el grueso

de la aceleración de estos precios, que sin embargo ha sido menos intensa que lo observado en el segundo semestre de 2015.

Al respecto, cabe señalar que desde julio de 2014 hasta marzo de 2016 el peso colombiano acumula una depreciación con respecto al dólar (tipo de cambio bilateral) de 69,3% y de un 49,8% con respecto a una canasta de monedas de diferentes países, ponderadas según su representatividad en el comercio colombiano (tipo de cambio multilateral). En igual período el aumento acumulado del IPC de transables sin alimentos ni regulados ascendió a 10,7%. A partir de esta cifra se estima una elasticidad de dichos precios ante el tipo de cambio que equivale a 15% en el caso del tipo de cambio bilateral y al 21,5% en el caso del multilateral. Estos valores son aún inferiores a los que se observaron en el episodio de depreciación ocurrido entre abril de 2002 y septiembre de 2003 (32,0% bilateral y 46,3% multilateral), pero mayores que los observados entre marzo y septiembre de 2006, y entre junio de 2008 y julio de 2009.

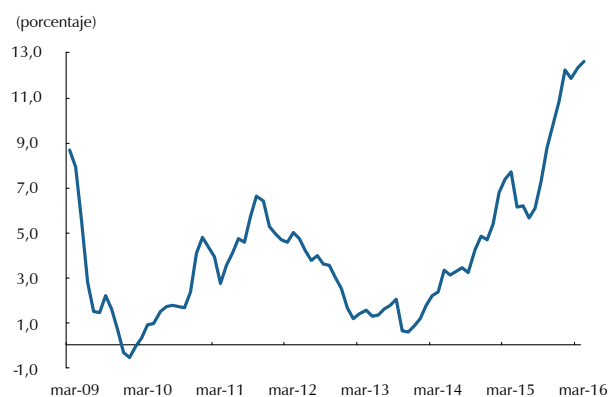
La variación del IPC de no transables sin alimentos ni regulados aumentó de 4,2% en diciembre a 4,8% en marzo, a diferencia de lo que sucedió en el cuarto trimestre de 2015 (Cuadro 6 y Gráfico 39). Este nivel es el más alto para dicho grupo desde mediados de 2009. El aumento de precios, que fue generalizado en esta subcanasta del IPC, puede atribuirse en buena parte a la activación de diversos mecanismos de indexación, aunque también debido a la depreciación del peso y al incremento de los costos, incluyendo el ajuste del salario mínimo.

La variación anual del IPC del grupo de bienes y servicios más propensos a la indexación (servicios de salud y educación, entre otros) registró un aumento en su variación anual desde 4,7% en diciembre a 5,9% en marzo. No obstante, en el caso de arriendos (un precio usualmente indexado a la inflación pasada) los aumentos fueron escasos y la variación anual se mantuvo en 3,9% en marzo, muy cerca del dato de diciembre. Este comportamiento podría explicarse por una amplia oferta de vivienda, sobre todo en los segmentos más costosos del mercado,

ante una demanda que se habría debilitado. Sin embargo, hay que reconocer que la evidencia al respecto es poca y que la indexación en este precio puede operar con más rezago que el contemplado. Por su parte, los rubros más afectados por el tipo de cambio registraron una variación anual en marzo de 5,8% frente a una de 5,2% en diciembre, un aumento también mayor que el de un trimestre atrás.

Ante ausencia de presiones de demanda, otros factores que pueden explicar los ajustes crecientes en los precios de los no transables, fuera de la indexación y la depreciación, son los aumentos en los costos no salariales señalados inicialmente. En la misma dirección apunta el incremento de las expectativas de inflación en los últimos trimestres.

Gráfico 42
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

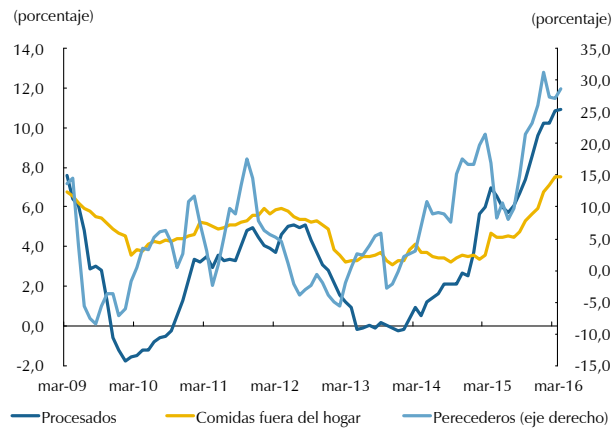
El IPC de alimentos continuó impulsando la inflación anual al consumidor durante el primer trimestre de 2016, como sucede desde hace varios trimestres. En marzo el registro para la variación anual de este subíndice fue del 12,4% frente a un 10,9% en diciembre. Los resultados superaron las proyecciones del equipo técnico del Banco (Gráfico 42).

Las alzas en los precios de los alimentos desde mediados del año pasado y a comienzos de este año están asociadas con el efecto negativo del actual evento de El Niño, considerado uno de los más fuertes de la historia por las agencias meteorológicas internacionales.

Este fenómeno, que ha implicado un descenso importante en las lluvias, ha disminuido la oferta agropecuaria al golpear la productividad agrícola y la del sector bovino, y al posponer las decisiones de los agricultores sobre nuevas siembras. El Niño ha generado fuertes incrementos, especialmente en los precios de los alimentos percederos (hortalizas, frutas y tubérculos): la variación anual del IPC respectivo se situó en marzo en 27,1%, frente a un registro ya muy alto de diciembre (26,0%).

Aunque el choque climático ha sido el factor más importante al momento de explicar los fuertes ajustes en el IPC de alimentos, este no ha sido la única fuente de presiones alcistas. En 2015 y lo corrido de 2016 también la depreciación acumulada del peso ha repercutido en estos precios. A ello se ha sumado el aumento de los precios internacionales de los alimentos en lo corrido del año, todo lo cual ha impulsado los precios de los alimentos procesados, que en un porcentaje importante son productos de origen importado o con un alto porcentaje de insumos importados. La variación anual de este rubro fue del 10,8% en marzo, superando el registro de diciembre pasado, que fue 9,6%. Dentro de este grupo sobresale la dinámica alcista de los precios de grasas, aceites, cereales, azúcar y leche. Adicionalmente, la variación anual del IPC de comidas fuera del hogar (7,5%) volvió a

Gráfico 43
 IPC de alimentos por grupos
 (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

subir durante los tres primeros meses de este año, afectada por los mayores precios de los alimentos, las alzas en las tarifas de los servicios públicos y el aumento del salario mínimo (Cuadro 6 y Gráfico 43).

Recuadro 2

ELASTICIDADES DE TRANSMISIÓN DEL TIPO DE CAMBIO A LOS PRECIOS

Edgar Caicedo G.
Paola Andrea Jaramillo C.
Nicolás Martínez C.*

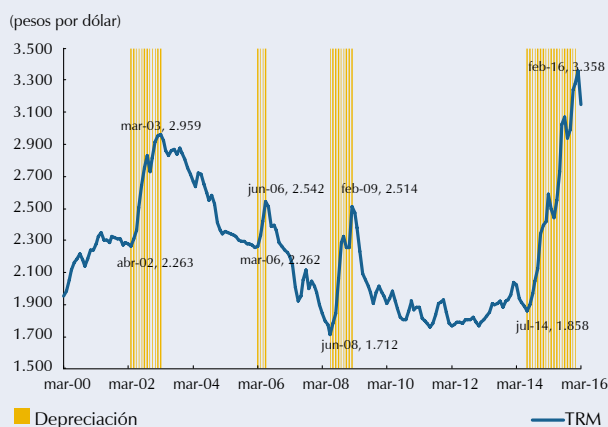
La política monetaria en Colombia se rige por un esquema de inflación objetivo, cuyo propósito es mantener una tasa de inflación baja y estable. Por esta razón, es importante medir y entender cómo responden los precios de la economía a las fluctuaciones en la tasa de cambio, efecto conocido en la literatura económica como *pass-through* (PT). Durante 2015 y en lo corrido de 2016 la inflación anual al consumidor ha presentado una fuerte tendencia ascendente, situándose en marzo de 2016 en 7,98%, comportamiento explicado por diferentes variables. Una de estas ha sido la significativa depreciación del peso frente al dólar desde julio de 2014, alcanzando un máximo en febrero de 2016, cuando el tipo de cambio promedio mensual ascendió a COP 3.357,5 por dólar.

El objetivo de este recuadro es comparar la evolución de varios indicadores de precios en Colombia en diferentes períodos de depreciación desde el año 2000 hasta la fecha. Con base en la información obtenida se hace una aproximación del grado de transmisión del tipo de cambio bilateral (con el dólar de los Estados Unidos) y multilateral (calculado con las monedas de nuestros principales socios comerciales) a los siguientes índices: el de los precios de los bienes de importación (PI), el índice de precios al productor importado (IPP importado) y el índice de precios al consumidor transable (IPC transable). Cabe señalar que el cálculo de PT aquí presentado es muy sencillo y limitado porque no pretende estimar con exactitud el rezago con que opera la transmisión del tipo de cambio sobre los precios, ni controla por el estado de la economía y menos aún identifica el grado de asimetría entre períodos de depreciación y apreciación.

La metodología adoptada para estimar el grado de PT consiste en calcular una simple elasticidad entre la variación acumulada de cada indicador de precios y el tipo de cambio bilateral o multilateral, para los cuatro períodos de depreciación que se han presentado desde 2000 (Gráfico R2.1). El valor inicial para cada serie es el primer mes de cada fase de depreciación y el mes final es el techo alcanzado por el tipo de cambio y por cada variable de precios contemplada. Es importante aclarar que el punto máximo del tipo de cambio en cada fase de depreciación no coincide necesariamente con el techo de la variable de precios comparada. Es el caso

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

Gráfico R2.1
Períodos de depreciación de la TRM (promedio mensual) en Colombia (2000-2016)



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

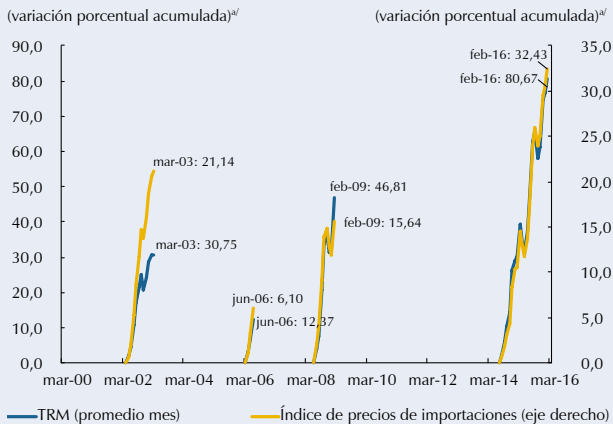
del IPC transable, cuyo máximo valor siempre se ha presentado algunos meses posteriores al techo del tipo de cambio dado el rezago con que opera el PT.

1. Precio de los bienes de importación (PI)¹

Como se observa en el Gráfico R2.2, en todos los períodos estudiados, las variaciones de los precios de bienes de importación se ajustaron rápidamente y sin rezago a las fluctuaciones de la tasa representativa del mercado (TRM). En cuanto a la elasticidad del tipo de cambio bilateral hacia los precios de importación en el período de abril de 2002-marzo de 2003, la de mayor nivel, cerró en 68,8%. Por el contrario, en el período de junio de 2008-febrero de 2009, la de menor nivel, se situó en 33,4%. Para el período actual de depreciación la elasticidad (40,2%) es superior a la del tercer período, pero inferior a la del primero (Gráfico R2.3).

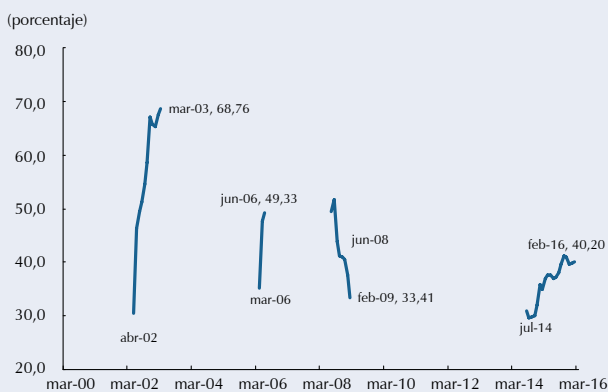
1 Del cálculo del índice de términos de intercambio, el cual se define como el cociente entre el índice de precios de las exportaciones (PX) y el índice de precios de las importaciones (PM), se tomó esta última variable de precios, que tiene la ventaja de tener una gran cobertura porque incluye un alto porcentaje de las transacciones realizadas. Para mayor detalle véase: "Metodología de cálculo de los índices de precios de exportaciones, importaciones y términos de intercambio según los índices de precios del productor (IPP)". Disponible en: http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/Nota_metodologica_terminos_intercambio_comercio_exterior.pdf

Gráfico R2.2
TRM: precios de bienes de importación



a/ Variación del inicio del período de depreciación hasta el valor máximo alcanzado de la TRM y del índice de precios de bienes de importación.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.3
Elasticidad^{a/} TRM: precios de bienes de importación



a/ Variación acumulada PI (%) / variación acumulada TRM (%).
Fuentes: Superintendencia financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

El traspaso del tipo de cambio multilateral hacia los precios de importación ha sido mayor que aquel calculado con el tipo de cambio bilateral en los períodos de depreciación de abril de 2002-marzo de 2003 (98,42%), junio de 2008-febrero de 2009 (55,41%) y julio de 2014-febrero de 2016 (55,43%). Entre marzo de 2006 y junio de 2006, la elasticidad del tipo de cambio multilateral (49,0%) y la del tipo de cambio bilateral (49,3%) tendieron a ser similares (Cuadro R2.1).

3. IPP importado

Como sucedió con los precios de importación, el traspaso de las variaciones del tipo de cambio bilateral a las variaciones del IPP importado fue el más alto en el episodio de depreciación entre abril de 2002 y marzo de 2003 (72,3%). La más baja ocurrió en el episodio de junio de 2008-marzo de 2009 (32,9%). En el actual período de depreciación, a febrero de

2016, la elasticidad se sitúa en 38,0% (Gráfico R2.5). Cabe anotar que en general las elasticidades, tanto bilateral como multilateral, de los precios de los bienes importados son cercanas a las del IPP importado. Este último índice también se ajusta rápidamente a las variaciones de la TRM, sin un rezago importante (Cuadro R2.1).

4. IPC transable

Como sucede con los demás indicadores de precios estudiados, el grado de *pass-through* al IPC transable es mayor en el caso del tipo de cambio multilateral que aquel observado en el tipo de cambio bilateral para los períodos estudiados, salvo para el episodio entre marzo y junio de 2006, cuando las elasticidades fueron similares.

Es importante señalar que para el lapso con la más alta elasticidad de transmisión del tipo de cambio bilateral a los precios al consumidor transables (2002-2003), una vez la TRM alcanza su pico en marzo de 2003 (COP 2.959,01), la respuesta del IPC transable se extiende por más de un año, hasta junio de 2004 (Gráfico R2.6).

Para el período actual de depreciación, la elasticidad del IPC transable a las fluctuaciones del tipo de cambio bilateral ascendió a 15,0%. Este nivel fue significativamente menor al observado para el período abril de 2002 a junio de 2004, el de mayor nivel (55,2%), pero superó a aquel observado entre junio de 2008 y abril de 2009, el de menor nivel (7,5%) y algo inferior a la elasticidad de 17,6% calculada para el período de depreciación de 2006 (Gráfico R2.7).

Los principales resultados encontrados fueron:

- El traspaso de las fluctuaciones del tipo de cambio a los precios de los bienes de importación y al IPP importado es mayor que el observado en el caso del IPC transable. Esto sugiere que mientras la cadena de comercialización se extienda más, el grado de transmisión del tipo de cambio a los precios tiende a diluirse.
- Para el índice de los precios de importación obtenidos de los términos de intercambio y el IPP importado, la transmisión de las fluctuaciones del tipo de cambio tiende a ser inmediata, lo cual no sucede con el IPC transable, cuyos ajustes responden con rezago de uno o más trimestres.
- En general, el traspaso del tipo de cambio bilateral es menor que el observado en el tipo de cambio multilateral. La excepción fue solo el episodio de depreciación comprendido entre marzo y junio de 2006, cuando las magnitudes fueron similares.
- El grado de transmisión es diferente en cada episodio, y este depende de la intensidad y la duración de la depreciación del peso, así como del estado de la economía.

Cuadro R2.1
Coeficientes *pass-through* (bilateral y multilateral)

	Tipo de cambio (TC)		Índice de precios de productos importados	Precios (P)	
	TC bilateral ^{b/}	TC multilateral ^{c/}		IPP importado	IPC transable
Abr-02	2.263,11	127,08	88,30	84,55	72,07
Mar-03	2.959,01	154,38	106,97	103,34	
Jun-04					84,31
Variación acumulada (porcentaje) ^{a/}	30,75 a_1	21,48 a_2	21,14	22,22	16,98
Elasticidad TC bilateral p/a_1			68,76	72,27	55,24
TC multilateral p/a_2			98,42	103,45	79,06
Mar-06	2.262,36	126,99	102,29	98,52	88,24
Jun-06	2.542,24	142,80	108,53	104,54	
Sep-06					90,17
Variación acumulada (porcentaje) ^{a/}	12,37 b_1	12,45 b_2	6,10	6,11	2,18
Elasticidad TC bilateral p/b_1			49,33	49,39	17,61
TC multilateral p/b_2			49,02	49,08	17,50
Jun-08	1.712,28	103,34	88,12	86,77	97,70
Feb-09	2.513,74	132,50	101,90	99,99	
Mar-09				100,14	
Abr-09					101,13
Variación acumulada (porcentaje) ^{a/}	46,81 c_1	28,22 c_2	15,64	15,41	3,52
Elasticidad TC bilateral p/c_1			33,41	32,92	7,52
TC multilateral p/c_2			55,41	54,59	12,47
Jul-14	1.858,40	92,88	92,25	91,87	106,85
Feb-16	3.357,50	147,22	122,17	120,05	
Mar-16					119,74
Variación acumulada (porcentaje) ^{a/}	80,67 d_1	58,50 d_2	32,43	30,67	12,06
TC bilateral p/d_1			40,20	38,03	14,95
TC multilateral p/d_2			55,43	52,43	20,62

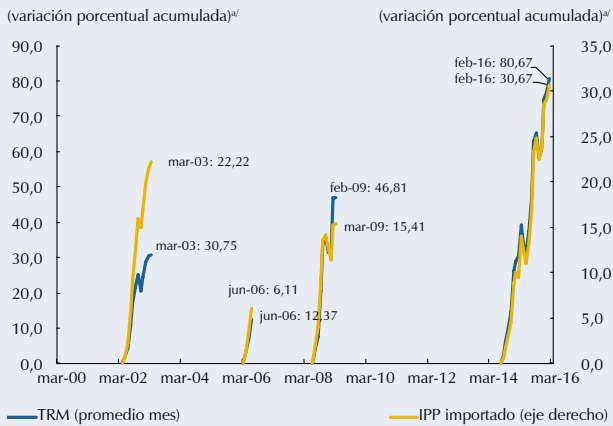
a/ Corresponde a la variación desde el período inicial de devaluación hasta el valor máximo alcanzado de la TRM (promedio mensual) y del índice de cada indicador de inflación.

b/ Corresponde a la tasa de cambio representativa del mercado (TRM) (peso colombiano/dólar).

c/ Corresponde a la tasa de cambio nominal promedio del peso colombiano respecto a las monedas de nuestros principales socios comerciales, ponderado por el comercio no tradicional.

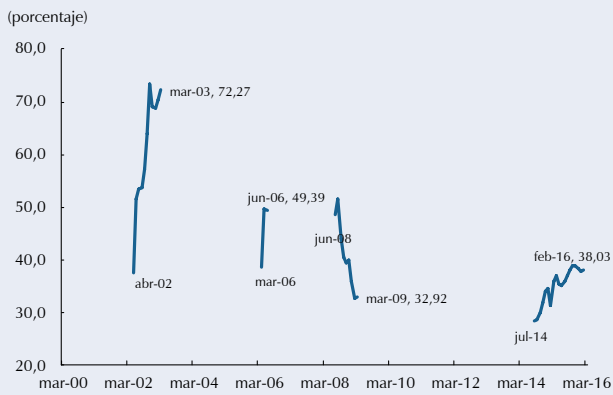
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.4
TRM-IPP importado



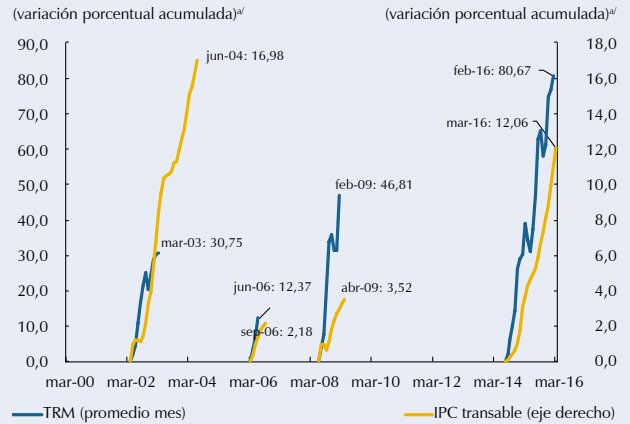
a/ Variación del inicio del período de depreciación hasta el valor máximo alcanzado de la TRM y del IPP importado.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.5
Elasticidad^{a/} TRM-IPP importado



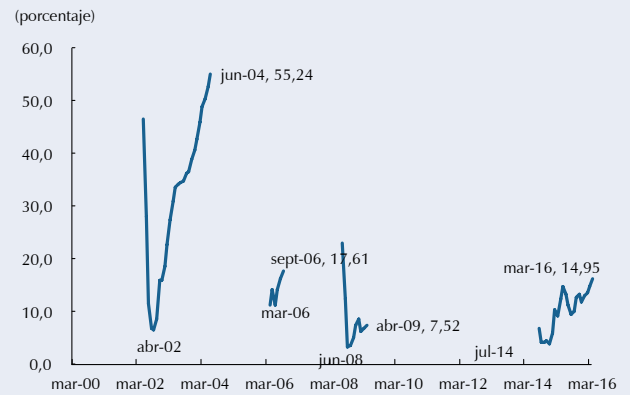
a/ Variación acumulada del IPP importado (%) / variación acumulada de la TRM (%).
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.6
TRM-IPC transable



a/ Variación del inicio del período de depreciación hasta el valor máximo alcanzado de la TRM y del IPC transable.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.7
Elasticidad^{a/} TRM-IPC transable



a/ Variación acumulada del IPC transable (%) / variación acumulada de la TRM (%).
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

El pronóstico de crecimiento para 2016 se redujo a 2,5%, con un rango entre 1,5% y 3,2%. La incertidumbre sobre el crecimiento es elevada y los riesgos están sesgados a la baja, principalmente por el comportamiento de los socios comerciales.

El pronóstico central de inflación anual al consumidor aumentó para los próximos ocho trimestres en este Informe sobre Inflación, con respecto al anterior.

La persistencia del choque inflacionario sería mayor que la anticipada anteriormente. Esto se debe a un efecto del fenómeno del Niño más fuerte que lo esperado y al importante grado de indexación observado.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2016

El pronóstico de expansión más probable del PIB para este año presentado en este *Informe* fue revisado a la baja frente a lo publicado un trimestre atrás. De acuerdo con la información disponible para el año en curso, algunos de los riesgos contemplados en el pasado se han materializado, sobre todo los relacionados con un menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales y de la región. Este deterioro se presenta junto con unos términos de intercambio que serían menores que los de 2015, y con una tasa de cambio que permanecerá más depreciada que la del año pasado. A lo anterior se suma una inflación al consumidor más alta que la prevista, así como ajustes de las políticas monetaria y fiscal hacia posturas menos expansivas. Todo ello en un entorno de alta incertidumbre.

Los riesgos contemplados en el pasado se han materializado, sobre todo los relacionados con un menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales y de la región.

En materia de contexto externo, los principales cambios en los supuestos frente al anterior *Informe sobre Inflación* están relacionados con un menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales. Como se explicó en el capítulo I de este *Informe*, se prevé un peor desempeño de las economías de la región, sobre todo de Venezuela, Brasil y Ecuador. Lo anterior representaría un debilitamiento aún mayor de la demanda externa para Colombia que lo previsto en el *Informe* anterior; en especial para aquellos bienes y servicios catalogados como exportaciones

El retroceso adicional previsto en los términos de intercambio para 2016 deberá impactar el gasto público y la inversión.

no tradicionales. Adicionalmente, no se descarta que el riesgo asociado con estos países contagie los indicadores de vulnerabilidad externa de algunos de los países de la región, incluyendo Colombia. En contraste, se prevé que la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos suceda a un ritmo más lento que el anticipado en versiones anteriores de este *Informe*, lo que no supondría desafíos al financiamiento externo para la economía colombiana, adicionales a los contemplados un trimestre atrás y originados por aumentos en este costo.

En este *Informe* se mantienen las perspectivas de menores precios de los principales bienes básicos exportados por Colombia. En particular, los pronósticos del escenario más probable presentados aquí tienen implícito un precio internacional del petróleo que se ubicaría alrededor de los USD 35 por barril para 2016. A lo anterior se debe sumar que también se contemplan caídas de los precios del carbón y del ferroníquel. Como se explicó en el capítulo I, a pesar de que este nivel sería menor que el observado en marzo y las primeras semanas de abril, los fundamentales del mercado petrolero sugieren que existe un riesgo elevado de que los precios recientemente observados no se sostengan en el corto y mediano plazos.

Todo lo anterior supone un retroceso del nivel de los términos de intercambio para el año en curso, que sería menor que el observado para 2015. El efecto que tendría esta caída sobre el nivel de ingreso nacional disponible impactaría, a su vez, el gasto público y el desempeño de la inversión en el sector mineroenergético; esto último como lo sugieren los recientes anuncios de los planes de recortes en producción y explotación de distintas compañías del sector.

Así las cosas, en 2016 la demanda interna registraría tasas de crecimiento menores que las observadas a lo largo del año pasado. En particular, se prevé un mal desempeño de la formación bruta de capital fijo, en parte por los recortes que deben efectuar las firmas en el sector mineroenergético. Los pronósticos realizados por el equipo técnico, y presentados en este *Informe*, también suponen que el ajuste de la economía colombiana ocurriría, principalmente, mediante la inversión privada, la cual tiene una alta participación de bienes importados. En este sentido, la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal, y la transmisión del aumento de las tasas de interés hacia las de mercado, afectarían la expansión del gasto en bienes de capital y de equipo de transporte más que lo pronosticado anteriormente.

Para el caso del gasto en inversión en construcción, que probablemente es menos intensivo en importaciones, se esperan expansiones positivas, por encima del resto de rubros que componen la formación bruta de capital fijo. En principio, la construcción de edificaciones registraría un impulso proveniente del lado residencial, relacionado con la consolidación de la segunda versión del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE 2.0) propuesto por el gobierno nacional, y con los subsidios a la tasa de interés para compra de vivienda nueva. Por su parte, en 2016 la construcción de obras civiles continuaría impulsada por la ejecución de recursos en distintos proyectos estratégicos de infraestructura vial y aeroportuaria que ya se vienen adelantando a lo largo del territorio nacional, a lo que se sumarían algunos pagos iniciales asociados con los proyectos adjudicados en el marco de las

En 2016, la demanda interna registrará tasas de crecimiento menores que las observadas el año pasado.

El aumento del nivel de precios, los incrementos de tasas de interés y un mercado laboral menos dinámico serían factores que desacelerarían el consumo privado.

vías 4G. A pesar de ello, se estima que la expansión de este componente del PIB sería algo menor que la de 2015.

Para el consumo privado también se prevé una desaceleración. La expansión de este rubro debe moderarse por cuenta de varios factores. El primero relacionado con los incrementos del nivel de precios al consumidor, lo que tiende a disminuir la capacidad adquisitiva del ingreso de los hogares colombianos, incluso a pesar de que se prevé alguna reducción de la inflación en la segunda mitad del año (como se explica en la sección B de este capítulo). A lo anterior se debe sumar el efecto de los incrementos recientes de las tasas de interés, lo cual desincentivaría la demanda de crédito por parte de los consumidores. Además, en este *Informe* se espera un mercado laboral menos dinámico y una tasa de desempleo que podría continuar aumentando, lo que generaría presiones adicionales sobre el ingreso disponible de los hogares en términos reales.

Con respecto al gasto público, se mantienen la perspectiva de la consolidación del ajuste fiscal del gobierno central y sus efectos reales presentados en versiones anteriores de este *Informe*.

Para los rubros de comercio exterior se pronostican caídas anuales. En primer lugar, las exportaciones tradicionales (en términos reales) se verían afectadas por los descensos proyectados en las producciones de petróleo y carbón, tal como fue anunciado por distintas compañías del sector minero. Las ventas al exterior de café no mostrarían expansiones significativas, en parte por la alta base de comparación de 2015. En segundo lugar, las exportaciones no tradicionales enfrentarían trabas para su expansión, en parte por las perspectivas del bajo desempeño de las economías de nuestros principales socios comerciales. Se estima que las ganancias en competitividad, derivadas de la depreciación acumulada de la tasa de cambio, no se verían reflejadas del todo en el comportamiento de las exportaciones no tradicionales, en gran medida porque esta producción se destinaría a satisfacer la demanda interna. Así, en 2016 se espera cierto grado de sustitución de importaciones por productos nacionales. Adicionalmente, para el caso de las importaciones, se pronostican caídas que también serían consistentes con el desempeño esperado para los rubros de la demanda interna de bienes transables, a saber: consumo durable, e inversiones en maquinaria para la industria y en equipo de transporte.

Por el lado de la oferta, se espera que la depreciación acumulada del peso estimule el comportamiento de varias ramas productivas transables, sobre todo por la vía de la sustitución de importaciones, aunque en el rubro de servicios las exportaciones desempeñarían un papel de alguna importancia.

Se espera que la depreciación acumulada del peso estimule el comportamiento de varias ramas productivas transables, sobre todo por la vía de la sustitución de importaciones.

Se prevé una expansión de la industria para 2016 mayor que la observada en 2015. La reapertura de Reficar debería impulsar, de forma significativa, el crecimiento del PIB de derivados del petróleo, cuya participación en el PIB industrial total es cercana al 12%. En el escenario central de crecimiento su impacto podría situarse alrededor de 5,2 pp y de 0,6 pp para el PIB industrial y el PIB total, respectivamente. Para la industria, excluyendo refinación, se prevé una recuperación

La industria podría mostrar una expansión anual entre 7% y 8% para 2016, explicado, en parte, por el impulso generado por la apertura de Reficar.

importante durante 2016, que estaría sustentada en el efecto que la depreciación acumulada tenga sobre la competitividad de los productos nacionales, en la medida en que profundice el proceso de sustitución de importaciones. Además, el importante esfuerzo de inversión realizado por el sector en años anteriores también garantiza cierta holgura en la capacidad productiva, tal como lo sugieren los niveles observados del índice de utilización de capacidad instalada, publicado por Fedesarrollo. Lo anterior hace viable una expansión anual de la producción de la industria manufacturera entre 7% y 8% para todo el año.

En lo que respecta al sector agropecuario, se prevé un crecimiento moderado. En el caso del café, la expansión sería inferior a la observada en 2015, por un efecto de alta base de comparación, a pesar de que las ganancias en productividad debidas a la renovación de cafetales y a las inversiones realizadas en años anteriores permitirán mantener una producción históricamente alta (entre 14 y 15 millones de sacos de 60 kilogramos). Para los otros productos agrícolas y para el grupo de animales vivos y productos animales se observaría una desaceleración 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, en especial durante el primer semestre del año.

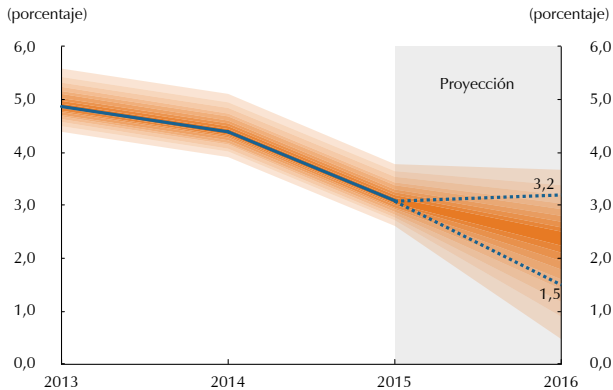
La construcción deberá seguir impulsando el crecimiento económico. Como ya se mencionó, la puesta en marcha de las primeras adjudicaciones de las concesiones 4G mantendría el dinamismo de la construcción de obras civiles en la economía colombiana. Además, se espera que con los recursos de las regalías los gobiernos locales sigan realizando pagos para construcción y mantenimiento de carreteras y otras obras de ingeniería, los cuales también aportarían al crecimiento de las obras civiles. Con respecto a las edificaciones, se estima una expansión moderada, respaldada por los programas del Gobierno ya mencionados.

Por último, en lo relacionado con el sector minero se estima una caída importante en el crecimiento sectorial. Frente al *Informe* trimestral anterior, se redujo el supuesto para la producción de petróleo de 955 mbd promedio a 921 mbd para todo 2016, lo que representaría una caída anual cercana al 8%. La disminución en la proyección obedece al mal comportamiento observado durante el primer trimestre, cuando la producción cayó 7,4%, y a los recientes anuncios de Ecopetrol y algunas empresas privadas en los cuales se reducen los montos de inversión para extracción. Por su parte, para el carbón, dado el bajo nivel de los precios internacionales, se espera que la producción también presente un deterioro importante. De esta manera, el resultado sectorial anticipa un pobre desempeño 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.

Durante 2016 se estima que el sector minero presente una caída importante, tanto en la producción de petróleo, como de carbón.

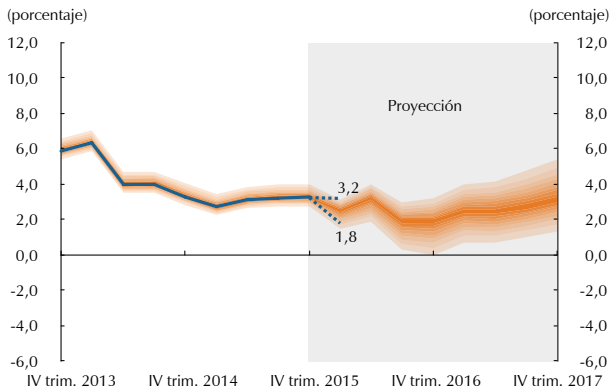
Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del producto en el escenario más probable se ubica alrededor de 2,5% para 2016 (gráficos 44 y 45), con un rango de pronóstico entre 1,5% y 3,2% (Cuadro 7). La amplitud del presente rango continúa siendo elevada y cabe señalar que está sesgada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

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.

Los principales riesgos a la baja están asociados con un crecimiento aún menor de nuestros socios comerciales, lo que afectaría todavía más las exportaciones no tradicionales en los próximos dos años. En 2016 un riesgo a la baja también estaría asociado con el nivel de ejecución de las obras civiles, en particular el de las concesiones 4G, cuyo cronograma de pagos se ha visto afectado en el pasado. Algo similar podría ocurrir para el consumo público. Por último, otro riesgo a la baja hacia el mediano plazo sería el posible impacto que tenga una eventual reforma tributaria sobre el ingreso disponible y el gasto de los hogares.

El principal riesgo alcista está relacionado con el dinamismo del consumo e inversión privado. En este sentido, en un eventual escenario donde se mantenga la recuperación reciente del precio del petróleo, que ha mostrado cifras por encima del escenario central (USD 35 por barril en promedio para 2016), el deterioro del ingreso nacional sería menor, y así la economía colombiana podría gozar de un acceso al financiamiento internacional aún mayor. De la misma manera, podría ocurrir una mayor transmisión de la devaluación a la producción transable, lo que promovería una sustitución de importaciones aún mayor que la contemplada en el escenario central.

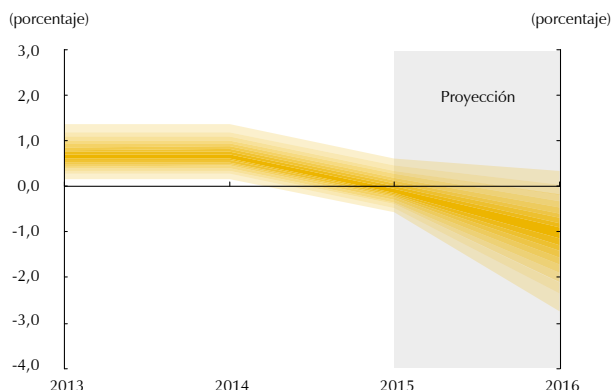
De acuerdo con las proyecciones de crecimiento económico, el ejercicio de estimación de la brecha del producto sugiere que esta habría sido positiva en 2014 y negativa en 2015 y 2016. Para 2016 los modelos revelan un valor menos negativo que el estimado para el informe de diciembre. Esto se debe a una estimación del crecimiento potencial menor que la de hace un trimestre. Para 2016 la probabi-

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

Rango	2016	2017
< 3,0	82,6	53,3
3,0-4,0	15,8	27,1
4,0-5,0	1,5	14,2
5,0-6,0	0,0	4,5
Entre 3 y 5	17,3	41,2
Entre 2 y 4	54,4	57,8
Entre 1,5 y 3	56,0	41,7

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 46
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

lidad de que la brecha sea negativa se redujo un poco con respecto al *Informe* anterior, ubicándose en 90% (Gráfico 46).

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 a los cálculos de hace un trimestre, el riesgo de que durante 2016 la TD suba y se ubique por encima de la Nairu es ahora mayor. Como se muestra en el capítulo II de este informe, la tendencia ascendente de la TD parece ser evidencia en favor del pronóstico de una brecha positiva del mercado laboral hacia el final del año.

Los resultados de la brecha del producto y de la Nairu indican que las presiones inflacionarias originadas en la holgura del mercado laboral habrían sido bajas y que continuarían siéndolo en 2016. Sin embargo, el incremento del salario mínimo implicaría una presión alcista sobre la inflación, en la medida en que constituye un mecanismo adicional de indexación.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

La senda central de pronóstico de inflación, obtenida a partir de los modelos del equipo técnico del Banco, se revisó nuevamente al alza *Informe*, frente a lo presentado en el trimestre anterior. Tanto la inercia inflacionaria, como los choques asociados con el clima, ejercerían un impacto alcista más fuerte hacia el corto y mediano plazos, que lo estimado con anterioridad.

Como se mencionó en el capítulo III, en lo corrido del año los precios internos al consumidor siguieron sometidos a los choques alcistas por cuenta de la depreciación del peso y del fenómeno de El Niño, como se previó en informes anteriores. Sin embargo, en estos últimos meses el impacto recibido por cuenta de estos fenómenos ha sido más intenso que el anticipado. Además, la inercia inflacionaria en algunos precios, parcialmente asociada con la existencia de diversos mecanismos de indexación, habría sido más fuerte que la contemplada en los pronósticos. En parte, por estas circunstancias, la inflación a marzo terminó siendo mayor que la proyección efectuada en el informe de diciembre.

El fenómeno de El Niño y la indexación deberán seguir ejerciendo influencias alcistas en los precios al consumidor a diferentes horizontes. En este *Informe* se estima que dichos efectos serán más fuertes que lo previsto anteriormente, lo cual explica la revisión al alza de la senda central de pronóstico.

El fenómeno del Niño se estaría disipando entre el segundo y tercer trimestres del año.

Diversas agencias de meteorología han informado recientemente que el Niño se estaría disipando entre el segundo y tercer trimestres del año, tal como se había advertido en los dos informes previos. Sin embargo, también han confirmado la severidad del episodio actual, siendo posiblemente uno de los más fuertes registrados. Ello ha hecho que su efecto sobre los precios, en lo corrido del año, se haya subestimado, y que su influencia se siga sintiendo por varios meses más y sea mayor que la prevista en un comienzo, tanto en alimentos, como en energía. Al parecer, en el caso de los cultivos de ciclo corto, las siembras aplazadas han sido importantes, lo cual supondría que el restablecimiento de la oferta de alimentos primarios tome su tiempo, incluso varios meses después de que los niveles de lluvias se hayan normalizado (como ya parecía ser el caso durante abril, cuando se redactaba este *Informe*).

Según las mismas agencias meteorológicas, la probabilidad de que se presente un fenómeno de La Niña hacia finales de año ha venido en aumento. Este evento, opuesto al de El Niño, por cuanto comporta lluvias superiores a la media histórica, no suelen tener impactos considerables sobre la oferta agropecuaria, por lo que ningún choque al respecto se ha contemplado en la senda actual de inflación. Adicionalmente, aún no se conoce con certeza suficiente la intensidad con la que se presentaría dicho fenómeno.

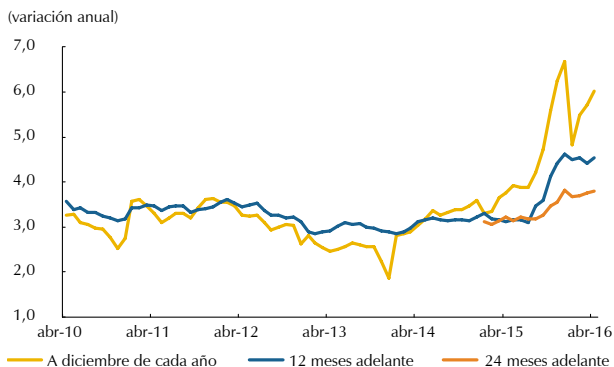
La nueva senda central de inflación evidencia un aumento de la inercia inflacionaria, el cual explica parte del incremento de los pronósticos registrados en este *Informe* para los próximos ocho trimestres. La inercia inflacionaria puede relacionarse con la activación de los mecanismos de indexación, aún presentes en muchos contratos de precios y salarios en Colombia. En el caso de los precios al consumidor, la indexación se acentuó a comienzos de año, como se esperaba, habida cuenta del alto nivel en el que terminó la inflación el año pasado. Sin embargo, este fenómeno tendió a ser más marcado que lo inicialmente previsto, y se habría manifestado en los aumentos de precios, no solo de los bienes y servicios no transables, sino también en el caso de los transables. De hecho, los modelos del Banco sugieren que, en el caso de esta segunda sub-canasta, los ajustes de precios suelen tener una inercia importante.

La persistencia del choque inflacionario ha sido mayor que la esperada debido a las mayores expectativas de inflación y a la activación de mecanismos de indexación.

La mayor inercia inflacionaria también está atada al hecho de que las expectativas se mantuvieron altas con respecto a la meta, pese a que en todos los casos no aumentaron frente a los registros de comienzos de enero, e incluso en algunos disminuyeron. Según la encuesta mensual del Banco de la República, aplicada a comienzos de abril a analistas del mercado financiero, la inflación esperada para diciembre de este año se incrementó y es de 6,03% frente al 4,83% reportado a comienzos de enero. Para un horizonte de doce y veinticuatro meses, las expectativas también aumentaron, pero mucho menos: de 4,50% a 4,54% en el primer caso, y de 3,68% a 3,81% en el segundo (Gráfico 47).

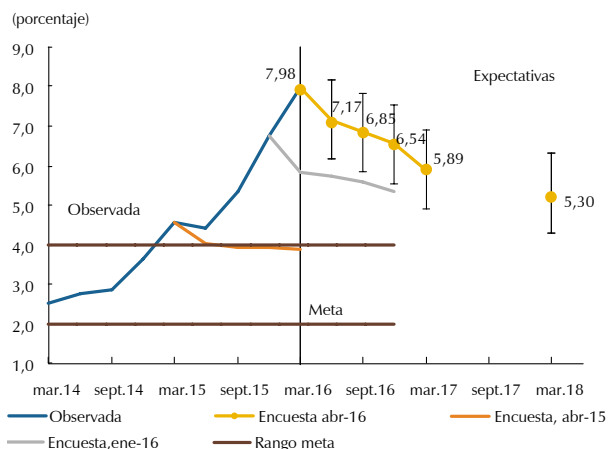
Por su parte, la encuesta trimestral a empresarios, también aplicada por el Banco de la República, mostró aumentos importantes en las expectativas de inflación a corto y mediano plazos. Así, por ejemplo, el reporte obtenido en abril indica

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



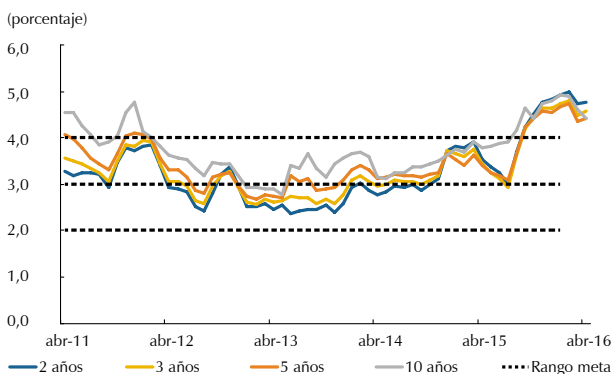
Fuentes: Banco de la República.

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.

que la inflación esperada a doce meses es de 5,89%, mientras que en enero dicha cifra era de 5,35% (Gráfico 48).

Por el contrario, en el caso de las expectativas obtenidas de las tasas de los títulos TES se observaron algunas disminuciones en el último trimestre, aunque los valores siguen siendo altos frente a la meta del 3%. A un horizonte de dos, tres y cinco años, la inflación esperada, con estimaciones realizadas a comienzos de abril, es del 4,76%, 4,57% y 4,40%. En enero dichos valores eran del 4,91%, 4,73% y 4,66, respectivamente (Gráfico 49).

Los costos salariales también estarán ejerciendo presiones alcistas a futuro, haciendo que la persistencia de los choques inflacionarios sea mayor. Los ajustes de salarios de comienzos de año sugieren que hay un proceso de indexación, aunque aún incompleto con respecto de la inflación de finales del año pasado, por lo menos en aquellos salarios diferentes al mínimo. El menor crecimiento de la economía para 2016 (véase la sección A de este capítulo) significaría un mercado laboral menos dinámico, que podría resultar en un aumento en la tasa de desempleo, adicional al ya observado. Esta situación podría frenar parcialmente los ajustes salariales en 2016, pero quizá no lo suficiente como para garantizar que sean compatibles con el rango meta (de 2% a 4%). En la medida en que la inflación puede terminar este año muy por encima del 3%, en 2017 podría presentarse una situación similar.

Por otro lado, el crecimiento para 2016, por debajo de su nivel potencial o no inflacionario, apunta a una brecha del producto negativa, que garantizaría la ausencia de presiones inflacionarias de demanda este, y muy probablemente el próximo año. Sin embargo, la magnitud de la brecha estimada tampoco permite esperar presiones desinflacionarias de importancia que anulen las presiones alcistas que se anticipan en otros frentes, por lo menos en lo que resta de 2016.

Sobre el pronóstico de depreciación no hubo cambios sustanciales, a pesar de que en el primer mes y medio del año esta se aceleró significativamente; tendencia que, sin embargo, se revirtió rápidamente en las si-

Los costos salariales también estarían ejerciendo presiones alcistas sobre la inflación a futuro.

guientes semanas, por lo que el impacto directo sobre precios de este corto episodio sería muy limitado. Como se explicó en el capítulo I, para el promedio de lo corrido de 2016 el precio del petróleo y el de otras materias primas varió poco. Aunque para este año y el próximo el crecimiento de nuestros socios comerciales se revisó a la baja, al igual que los volúmenes exportados de petróleo y otras materias primas, de igual manera se disminuyó el pronóstico de importaciones, teniendo en cuenta el menor crecimiento esperado para la economía colombiana (véase la sección A de este capítulo). Así las cosas, la proyección del déficit en la cuenta corriente y el flujo agregado de capitales no se modificaron de manera sustancial, todo lo cual conduce a una senda para el tipo de cambio muy similar a la prevista en el informe trimestral anterior.

De esta forma, al menos de manera directa, la depreciación acumulada del peso no está ejerciendo mayores presiones sobre la inflación al consumidor frente a lo estimado hace tres meses, aunque sí seguirá transmitiéndose en magnitudes similares a las ya previstas. No obstante, indirectamente, vía los diferentes mecanismos de indexación que se han mencionado, la depreciación acumulada sí seguirá teniendo un impacto importante en los precios, quizá mayor que la estimada en informes anteriores. Se espera que los efectos directo e indirecto empiecen a ceder a finales de 2016, y sobre todo en 2017.

Los pronósticos para todas las canastas en que se descompone la inflación en este *Informe* (alimentos, regulados, transables y no transables) aumentaron frente a lo previsto en el informe de diciembre. En el caso de los alimentos y en el de los regulados (vía tarifas de energía eléctrica, principalmente), esto sucedió, en parte, porque se está estimando un impacto de El Niño más fuerte que el contemplado antes. Además, en estas dos canastas, al igual que en transables y no transables, el aumento también obedece al papel más importante que desempeña la indexación. Un ejemplo de ello, en el caso de regulados, son las posibles alzas que se presentarían en las tarifas de algunos servicios públicos a finales de año por el hecho de que, según los pronósticos, en los tres próximos trimestres se estarían acumulando 3 pp más de inflación. Así, se sumarían dos alzas anuales, en lugar de una, lo que ha sido usual desde hace por lo menos seis años.

Los IPC de transables, alimentos, regulados (sobre todo por las tarifas de gas) y, en cierta medida, la de no transables (véase el capítulo III) seguirán siendo afectadas por la transmisión de la depreciación acumulada del peso. La magnitud de esta transmisión (*pass through*) para los próximos trimestres se estima similar a la observada en el último año. No obstante, como se menciona más adelante, existe el riesgo de que sea mayor y que se prolongue más de lo usual.

La inflación anual al consumidor alcanzará un punto máximo entre el segundo y tercer trimestres del año.

Dado todo lo anterior, el ejercicio de pronóstico del presente informe muestra que la inflación anual al consumidor alcanzaría un punto máximo entre el segundo y el tercer trimestre del año, aplazando por cerca de tres meses este punto de quiebre, con respecto al informe anterior. Entre julio y septiembre la inflación anual debe empezar a ceder, en un comienzo, de manera lenta, pero hacia finales de año y comienzos de 2017 esta tendencia deberá acentuarse. En el próximo año la inflación se situaría

dentro del rango meta, aunque siempre por encima del 3,0%, y su convergencia a este valor sería más lenta en este *informe* que en el anterior.

El comportamiento y nivel de la inflación total está estrechamente ligado al de la variación anual del IPC de alimentos, sobre todo de los precios de los perecederos, los cuales deberían presentar descensos significativos o alzas escasas a finales de este año y comienzos de 2017, con ajustes anuales muy por debajo del 3,0%. La inflación sin alimentos, por el contrario, disminuiría mucho más lentamente y se mantendría por encima del rango meta a lo largo de 2017.

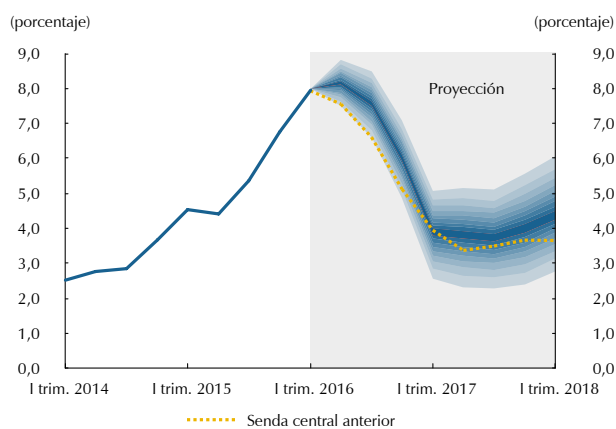
Cabe señalar que los ajustes en la política monetaria ayudarán a que la inflación converja a la meta, en especial al anclar las expectativas y permitir un crecimiento sostenible, acorde con la nueva realidad económica, caracterizada por unos términos de intercambio más bajos que en el pasado. Esto ocurriría a un horizonte de más de un año, teniendo en cuenta que el efecto de los ajustes de la política monetaria actúa con un rezago de entre cuatro y seis trimestres sobre la inflación.

2. Balance de riesgos

El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos, que se presenta en los *fan chart* de los gráficos 50 y 51 de este *Informe*, se encuentra levemente sesgado a la baja para 2016 y buena parte de 2017. Como se explicó, la senda central de pronóstico de inflación aumentó en este *Informe* frente al de diciembre y además en la actualidad se perciben menores riesgos a la baja que anteriormente.

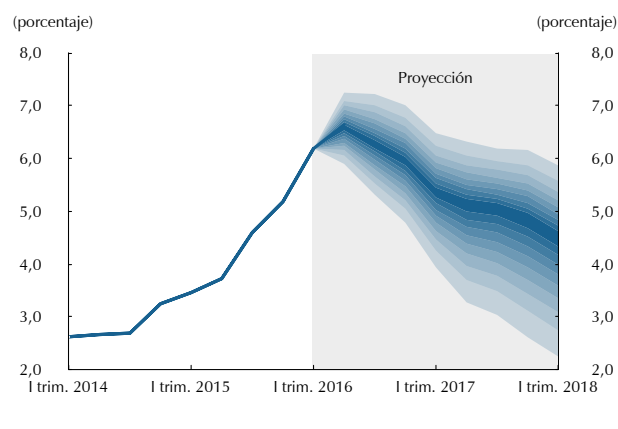
No sobra recordar que dicha senda central, en torno a la cual se construyó el *fan chart* que se presenta en este documento, tiene implícito un precio internacional del petróleo de USD35 (para el barril referencia Brent), por las razones que se expusieron en capítulos previos. Este precio es inferior a las cotizaciones que se

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.

Los ajustes de la política monetaria ayudarán a que la inflación converja a la meta, a anclar las expectativas de inflación y a permitir un crecimiento sostenible, acorde con la nueva realidad económica.

observan desde finales de febrero y hasta la fecha en que se redactaba el presente documento, por lo que existe un riesgo de que su nivel para el promedio del año termine siendo mayor. De ocurrir esto, los riesgos que pesarán sobre la inflación son mixtos: por un lado, un mayor precio del petróleo tendería a ir acompañado de un tipo de cambio menos depreciado y, por tanto, redundaría en una menor inflación; pero, a su vez, cabría esperar mayores precios internacionales para otras materias primas (especialmente agrícolas) y un mayor dinamismo de la demanda interna, lo cual conlleva presiones al alza en algunos precios.

Teniendo en cuenta lo anterior, los principales riesgos a la baja son:

Una demanda externa menor a la prevista en la senda central de pronóstico: aunque el supuesto de crecimiento de los socios comerciales que está implícito en la senda central de inflación se redujo para 2016, como se explicó en el capítulo I, los riesgos que pesan sobre este variable siguen estando a la baja. Ello, teniendo en cuenta los peligros que todavía enfrenan diversas economías emergentes, como China, donde pueden seguir subestimándose los problemas asociados con la estabilidad financiera, con el débil desempeño de su balanza comercial y con la transición hacia una economía más dependiente del consumo que de las exportaciones y de la inversión. En el caso de América Latina, en países como Ecuador se estimó una caída de -2,5% para 2016 y de -2% para 2017. Esto antes de conocerse el choque del terremoto y siendo esta proyección significativamente menos de lo que prevén algunas agencias internacionales como el Fondo Monetario Internacional (alrededor de -4,5% para 2016 y -4,3% para 2017). Algo similar puede decirse con respecto a Venezuela. Además, en el caso de los Estados Unidos, la información más reciente, que no se alcanzó a contemplar en la senda central de pronóstico, apunta a un consumo menos dinámico que el esperado, lo que, de confirmarse, llevaría a una revisión considerable del pronóstico de crecimiento para este año. A tal panorama se suma una mayor incertidumbre en el terreno político, tanto estadounidense como en el de otros 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, los cuales tenderían a generar presiones a la baja sobre la inflación al consumidor.

La menor demanda externa y un descenso más fuerte de los precios de los alimentos perecederos representan los principales riesgos a la baja sobre la inflación.

Una destorcida fuerte de los precios de los alimentos perecederos: el hecho de que el fenómeno de El Niño haya entrado a su etapa de declinación implica que se espera una fase de caída de los precios de los perecederos, sobre todo en la segunda mitad de 2016 y a comienzos de 2017. Para lo que resta de 2016 esta fase podría ser más pronunciada que la incorporada en la senda central de pronóstico, si ante los altos precios la oferta agropecuaria tiene una respuesta más fuerte que la esperada. Esto, además de eliminar una presión importante sobre la inflación total, ayudaría a que se presente una convergencia más rápida a la meta, en especial si se acompaña de una respuesta favorable de las expectativas de inflación y se disminuye el impacto de la indexación.

Los principales riesgos al alza sobre la inflación son una transmisión más fuerte de la depreciación a la inflación de transables y un mayor impacto inflacionario de los incrementos salariales.

Los riesgos al alza considerados son:

Mayor transmisión de la depreciación a la inflación de transables: la depreciación del peso hasta marzo había sido considerable y todo indica que buena parte de ella es permanente, a diferencia de lo acontecido en los tres episodios de depreciación significativa desde 2000. En vista de que las series históricas no recogen situaciones similares, es posible que los modelos actualmente utilizados por el Banco estén subestimando el grado de transmisión hacia los precios al consumidor (*pass through*) que está contemplado en la senda central de pronóstico. Además, cabe la posibilidad de que los empresarios hayan amortiguado dicha transmisión durante 2015 gracias a amplios márgenes de utilidad acumulados en la época de apreciación del peso, cuando los precios al consumidor cayeron poco. Para 2016, sin embargo, esto márgenes podrían agotarse, llevándolos a completar el traslado a los precios al consumidor, de las alzas del dólar registradas desde el año pasado. Esto implica que, aunque no haya incrementos adicionales en el tipo de cambio, los altos niveles de la actualidad terminarán reflejados en un más alto IPC de transables e IPC total; lo que sugiere una respuesta rezagada de la inflación no capturada por los modelos de corto y mediano plazos.

Un mayor impacto de los aumentos de salarios en los precios al consumidor: el salario mínimo se ajustó en 2016 a una tasa de 7%, similar a la inflación de finales de 2015, y significativamente mayor que la meta de inflación del Banco. Para 2017 es posible que una situación similar se repita, puesto que es altamente probable que la inflación de 2016 se sitúe por encima del 3%. Dada su importancia para el mercado laboral como precio de referencia, el incremento del salario mínimo de este año estaría empezando a generar alzas mayores en los demás salarios de la economía, como lo sugiere la información en la industria, la construcción y el comercio. La senda central de pronóstico no captura plenamente esta situación, y especialmente hacia 2017 puede estar subestimando el impacto de estos ajustes en salarios sobre los precios al consumidor. En este sentido, la eventual indexación de salarios podría retrasar la convergencia de la inflación a su meta con respecto de lo que se prevé en este *Informe*.

La probabilidad de que la inflación se ubique dentro del rango meta aumenta en forma importante hacia 2017.

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 de 0,23%, la cual aumenta a 49% 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, según el área sombreada, solo incluye el 90% de esta. Estos resultados, al igual que el pronóstico central, suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de política 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	2,1
2,0-2,5	0,0	4,3
2,5-3,0	0,0	9,2
3,0-3,5	0,0	15,4
3,5-4,0	0,2	19,7
> 4,0	99,8	49,3
Entre 2 y 4	0,2	48,6

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Recuadro 3 INDICADOR DE INFLACIÓN BÁSICA

Joao Hernández
Leonardo Barreto*

La evolución reciente de la inflación en Colombia (entendida como la variación en el índice de precios al consumidor: IPC) ha estado influenciada por la presencia simultánea de dos clases de choques. Por una parte, existe un grupo de choques generalizados y duraderos que afectan un amplio número de productos, como es el caso de la caída de los precios internacionales del petróleo y las bajas tasas de interés externas; estos choques pueden afectar los precios mediante diversos procesos, como la depreciación y los cambios en costos, entre otros. Por otro lado, se encuentran los choques específicos y de corta duración a algunos bienes, por ejemplo, a los precios de los alimentos no procesados.

Los efectos sobre el IPC reflejan dos realidades diferentes: los primeros implican un cambio en el fenómeno inflacionario y en las condiciones macroeconómicas (inflación macro), mientras que los específicos se asocian con variaciones en los precios relativos y con las condiciones de sus respectivos mercados.

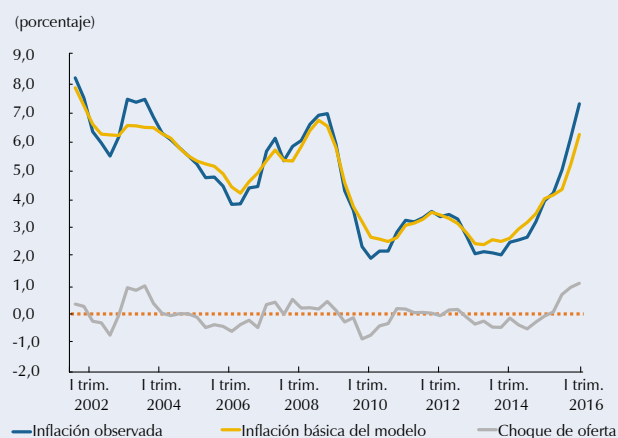
El objetivo de un banco central es estabilizar la inflación macro, sin distorsionar el ajuste eficiente de los precios relativos. Por este motivo para la autoridad monetaria es fundamental identificar de manera correcta los dos tipos de choques.

Una posible manera de identificar la inflación macro es mediante la inflación básica, la cual por lo común se mide mediante la exclusión de un subconjunto de bienes que componen la canasta del IPC. Una forma alternativa de aproximarse a la inflación básica consiste en emplear un modelo dinámico, estocástico y de equilibrio general que permita determinar las diferentes fuentes de fluctuaciones de los precios en la economía, diferenciando entre choques generalizados y choques específicos.

Para este análisis se utiliza un modelo para una economía cerrada, el cual se calibra y estima para replicar las dinámicas de las principales variables macroeconómicas de la economía colombiana. El modelo consta de cuatro ecuaciones que describen la dinámica del exceso de demanda de bienes en la economía, la decisión de política monetaria del banco central, la inflación sin alimentos no procesados y la inflación de alimentos no procesados.

* Los autores son profesionales del Departamento de Modelo Macroeconómico del Banco de la República. 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.

Gráfico R3.1
Choque de oferta, inflación básica e inflación sin alimentos no procesados



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En particular, la curva de Phillips relaciona el exceso de demanda de bienes y la inflación sin alimentos no procesados. Adicionalmente, esta curva contiene elementos exógenos al modelo, los cuales afectan, directa y transitoriamente, a la inflación sin alimentos no procesados. Estos elementos son representados mediante un choque de oferta. En el Gráfico R3.1 se evidencia la contribución del choque de oferta en el comportamiento de la inflación sin alimentos no procesados.

Es importante resaltar el efecto que ha tenido este choque sobre esta inflación durante 2015. Así, la inflación básica calculada con el modelo es aquella que sustrae los choques de oferta contemporáneos de la inflación sin alimentos no procesados, puesto que esteriliza esta última de cualquier clase de movimiento que no esté considerado ni por los excesos de demanda ni por las expectativas de inflación.

El Gráfico R3.2 muestra la comparación entre la medida de inflación básica propuesta y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica, basadas en la exclusión de bienes, observadas y calculadas por el Banco de la República. Como se puede observar, de acuerdo con el modelo empleado, existe la posibilidad de que algunas de las medidas de inflación básica utilizadas actualmente estén sobrestimando la verdadera inflación macro.

Gráfico R3.2
Inflación básica del modelo vs. otras inflaciones básicas



Fuente: Banco de la República.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

En las últimas semanas el deterioro de algunas variables externas relevantes para el país se ha moderado. Sin embargo, es incierto si esta mejora se mantendrá en lo que resta del año. Además, la demanda externa permanece débil y el deterioro del ingreso nacional sigue siendo significativo.

La información más reciente indica que el endeudamiento y los precios de la vivienda continúan desacelerándose.

La estabilidad macroeconómica del país requiere que se dé un ajuste del gasto, coherente con el deterioro del ingreso nacional.

En las últimas semanas se ha moderado el deterioro que desde mediados de 2014 habían presentado algunas variables externas relevantes para el país. En particular, el precio internacional del petróleo recuperó los perdido en los primeros meses de 2016, el peso se fortaleció y las medidas de prima de riesgo disminuyeron. Las economías emergentes volvieron a recibir flujos de portafolio de extranjeros (según el Institute of International Finance), lo cual también se presentó en Colombia⁷. De igual forma, ahora se estima que el incremento en el costo de financiamiento global puede ocurrir de una forma más pausada que lo proyectado en el *informe* anterior, debido a una normalización de la política monetaria en los Estados Unidos que podría ser más lenta que lo previsto tres meses atrás, y a una postura que continúa siendo altamente expansiva por parte de otros bancos centrales de economías desarrolladas.

Pese al aumento en el precio del petróleo y a las mejoras en la perspectiva del costo de financiamiento global, el deterioro registrado y proyectado de los ingresos comerciales externos sigue siendo importante. En efecto, el precio del crudo continúa en niveles inferiores al promedio registrado en 2015, y para el presente año se estima una producción menor de este bien básico. De igual forma, como

⁷ Según cifras de la balanza cambiaria, al 15 de abril de 2016 han entrado alrededor de USD 1.166 m. Aunque estos flujos de capital se refieren únicamente a la entrada y salida de divisas, y no corresponden exactamente a lo contabilizado en la balanza de pagos, sí ofrecen información sobre su tendencia.

Desde febrero de 2016 el precio internacional del petróleo se recuperó, el peso se fortaleció y las primas de riesgo del país disminuyeron.

se anotó en el capítulo I, la demanda externa se mantiene débil y, por tanto, es probable que en 2016 se presente un menor valor en dólares de las exportaciones diferentes a bienes básicos. Adicionalmente, los términos de intercambio de Colombia continúan en niveles bajos y muy inferiores al promedio observado en los pasados diez años.

Con respecto a las fuentes de financiamiento externo y a su costo, si bien se espera que las condiciones de liquidez internacional sigan amplias, las medidas de prima de riesgo país permanecen altas en comparación con el promedio de 2015, por lo que no se puede descartar un posible deterioro. Al respecto, durante el primer trimestre del año las calificadoras de riesgo hicieron algunos señalamientos en torno a la vulnerabilidad externa del país, a la urgencia de tomar medidas para reducir el déficit fiscal en el corto plazo, y a la necesidad de incrementar el capital de las instituciones financieras⁸. Pese a estos comentarios, se han observado nuevos ingresos de capitales extranjeros dirigidos a portafolio y un descenso de la inversión con destino a petróleo y minería. En este contexto, es probable que en el presente año la economía colombiana mantenga niveles suficientes de financiamiento externo para cubrir el déficit de la cuenta corriente, aunque con capitales más volátiles, como lo son los dirigidos a portafolio. Este financiamiento se daría a un costo mayor al registrado en los últimos años.

Si bien la economía colombiana continúa ajustándose de forma ordenada a los choques externos, se sigue registrando un exceso de gasto sobre el ingreso, el cual se ve reflejado en un alto déficit observado y proyectado en la cuenta corriente. Este déficit continuaría en registros históricamente altos, aún si los precios del petróleo se mantienen en los actuales niveles para lo que resta del año. En el mismo orden, si los agentes perciben el aumento en el precio del crudo como permanente y resulta ser transitorio, ello demoraría el ajuste que se requiere en el gasto e incrementaría el riesgo de que en el futuro se presenten correcciones abruptas en el nivel del producto ante deterioros en el nivel o el costo del financiamiento externo.

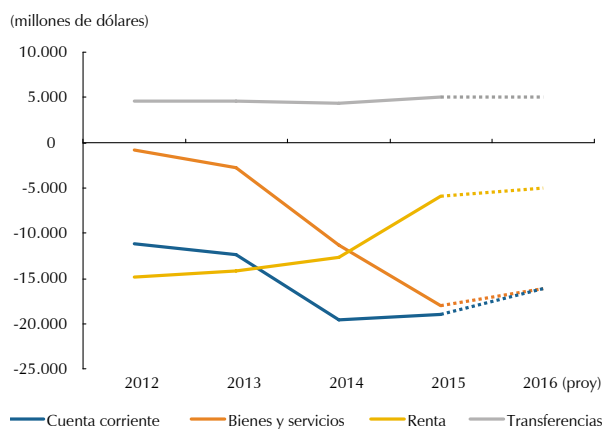
En este capítulo se hace seguimiento al déficit en la cuenta corriente, a la tasa de cambio real, al endeudamiento y a los precios de la vivienda, que son variables que la literatura ha identificado como claves para identificar posibles fuentes de vulnerabilidad. Asimismo, se presenta un indicador agregado —índice de desbalance macroeconómico (IDM)—, que combina los desequilibrios estimados para dichas variables⁹.

8 Los comunicados de prensa están disponibles en:
https://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF?articleId=1579255&type=NEWS&subType=RATING_ACTION
https://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF?articleId=1579623&type=NEWS&subType=RATING_ACTION,
https://www.moody.com/research/Moodys-lowers-Banco-de-Bogotas-standalone-assessment-downgrades-its-subordinated--PR_345114,
<https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/pressrelease?id=1003557>.

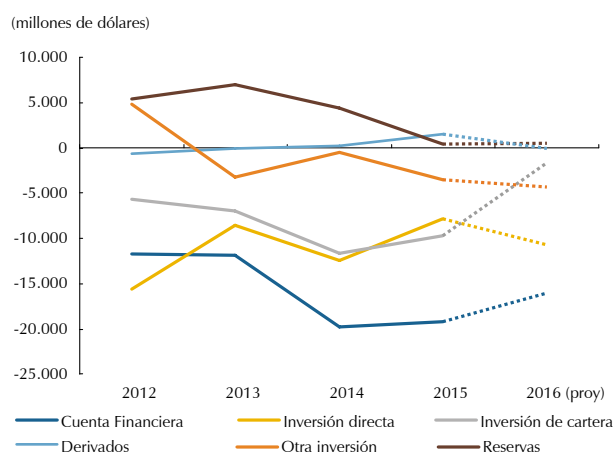
9 Véase Arteaga, Huertas y Olarte (2012). “Índice de desbalance macroeconómico”, Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República.

Gráfico 52
Principales rubros de la balanza de pagos

A. Cuenta corriente

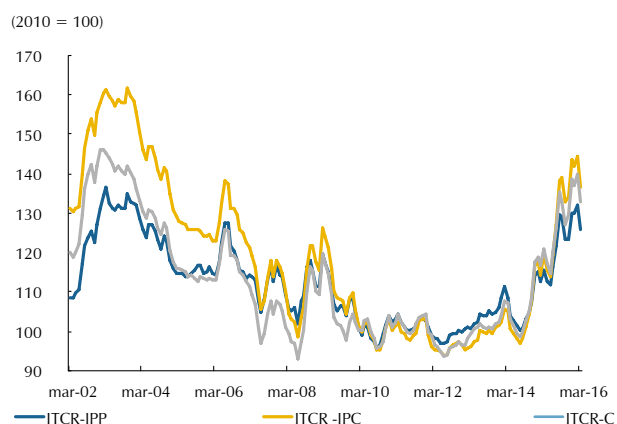


B. Cuenta financiera



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

Gráfico 53
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.

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

En los próximos años, lograr un ajuste suave y ordenado en la cuenta corriente es uno de los desafíos que enfrenta Colombia. Como se mencionó en el capítulo I de este Informe, en 2015 el déficit en la cuenta corriente cerró en 6,5% del PIB, lo que significa una ampliación frente a lo observado en 2014 (5,2% del PIB). Este aumento se debe al efecto de la depreciación del peso frente al dólar (37,2% en términos nominales) que redujo el PIB al expresarlo en esa moneda. En niveles el desbalance externo fue menor en USD 668 m al de 2014 (Gráfico 52). El déficit y la depreciación del peso ocasionaron que la posición de inversión internacional del país se ubicara en USD -128.548 m, equivalente a -44% del PIB (frente a -31% del PIB en 2014).

Por el lado del financiamiento, en 2015 hubo reducciones en las inversiones directas y de cartera, y un aumento en los préstamos (otra inversión). Si se descuenta la acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de la República y se compara con 2014¹⁰, el país recibió menor financiamiento por USD 4.656 m. Pese a esta caída significativa del financiamiento, en la actualidad el país no ha enfrentado una parada súbita en los flujos de capital.

Durante 2015 la depreciación nominal y real del peso fue acelerada y de gran magnitud. Frente a los principales socios comerciales, el peso colombiano se debilitó 13,7% en términos reales si se utiliza el IPP como deflactor (ITCR-IPP) y 22,5% si se utiliza el IPC (ITCR-IPC); frente a los principales competidores en café, banano, flores y textiles en los Estados Unidos, el peso se depreció 19,3% real (ITCR-C) (Gráfico 53)¹¹. Esta tendencia a la depreciación se mantuvo los primeros dos meses de 2016, pero en

10 Cabe resaltar que en 2014 hubo incrementos importantes en las entradas de flujos de capital por cuenta del rebalanceo de los índices de deuda soberana emergente de JP Morgan.

11 Valores calculados como la variación porcentual del ITCR promedio en 2015 frente al promedio de 2014.

marzo el peso se fortaleció en términos reales y retornó a niveles similares a los del tercer trimestre de 2015.

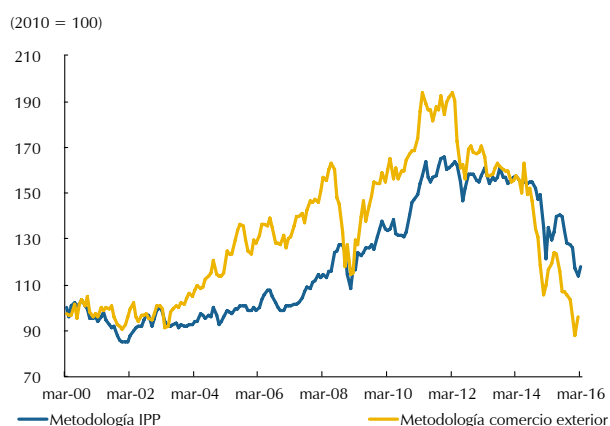
A pesar de la fuerte depreciación del peso, según los registros de 2015, el balance externo inició una lenta corrección, que debería ser mayor en los próximos años. Para 2016 se espera que el déficit corriente finalice en 5,9% del PIB como escenario más probable. Esto implicaría una reducción cercana a los USD 3.000 m, la cual se daría principalmente por menores importaciones de bienes y, en menor medida, por una disminución en las remisiones de utilidades al exterior (Gráfico 52). Por el lado del financiamiento, se proyecta una reducción en la inversión de cartera proveniente del exterior y un aumento en otra inversión (préstamos y otros).

Esta proyección de la balanza de pagos incorpora como transitorios algunos cambios registrados en las condiciones externas en las últimas semanas. Específicamente, se ha observado un aumento en los precios del petróleo (que ha estado en promedio en USD 45 por barril para la referencia Brent) y una reducción en las primas de riesgo, mientras que el peso se ha fortalecido (en términos nominales y reales). Además, la Reserva Federal ha dado señales de normalizar su política monetaria de manera más lenta de lo previsto y Colombia, al igual que otros emergentes, ha vuelto a recibir recursos de capital por inversión de portafolio.

Si bien se ha moderado el deterioro en el ingreso nacional, es incierto si esta mejora se mantendrá en lo que resta del año. Además, la demanda externa sigue débil y los términos de intercambio continúan en los niveles más bajos de los últimos 10 años (Gráfico 54). Aún si la liquidez internacional permanece amplia, el deterioro en los ingresos externos frente a los observados en años anteriores, la mayor posición deudora de la economía colombiana y la debilidad en la demanda de nuestros socios comerciales, deberían hacer que el acceso al financiamiento externo sea menos favorable que en el pasado.

La estabilidad macroeconómica del país requiere un ajuste del gasto coherente con el menor ingreso nacional que conduzca a una corrección ordenada del déficit en la cuenta corriente. Si el ajuste en el gasto se pospone por un periodo prolongado, el país acumularía pasivos con el exterior de manera creciente, y se haría más vulnerable a choques adversos.

Gráfico 54
Términos de intercambio



Fuente: Banco de la República.

B. ENDEUDAMIENTO

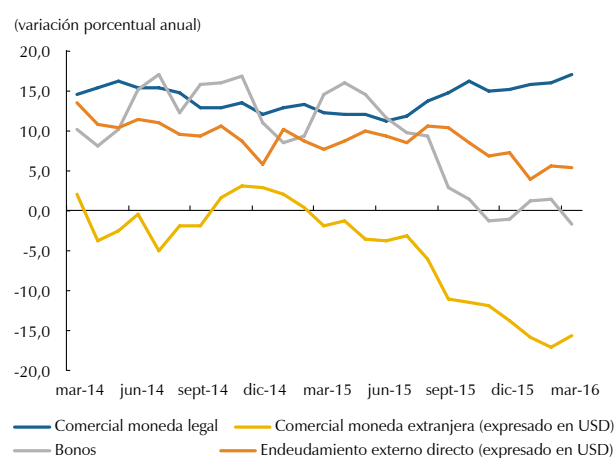
Durante el primer trimestre de 2016 se mantuvieron las tendencias registradas en la segunda mitad de 2015 para los diferentes componentes del endeudamiento del sector privado. Por un lado, el crédito a las empresas en moneda extranjera cayó

(el bancario se redujo, mientras que los préstamos externos directos se desaceleraron), la colocación de bonos se estancó y se registró un ritmo de crecimiento algo mayor de la cartera bancaria en moneda nacional. Por otro lado, para los hogares el crédito de consumo se desaceleró lentamente, en tanto que el hipotecario mantuvo aumentos entre el 14% y el 15% (Gráfico 55).

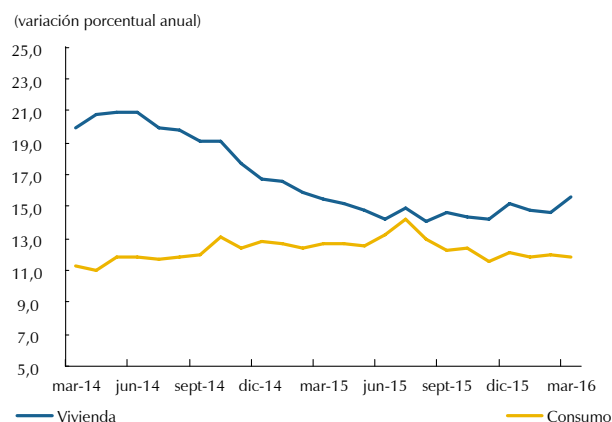
Si bien varios indicadores presentados en los capítulos anteriores sugieren que en el primer trimestre la economía mantuvo un dinamismo similar al observado en la

Gráfico 55
Endeudamiento de las empresas y de los hogares

A. Empresas



B. Hogares



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

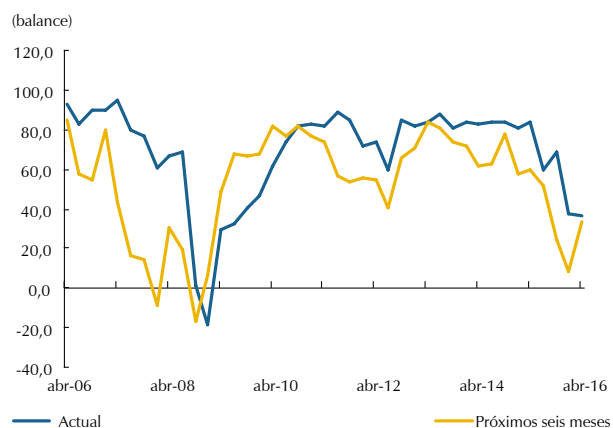
última parte de 2015, de acuerdo con la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia* de marzo, los intermediarios financieros percibieron una menor demanda por préstamos en todas las modalidades. La excepción fue la cartera hipotecaria, modalidad donde están vigentes los subsidios a la tasa de interés para la compra de vivienda nueva en algunos segmentos¹². En la misma *Encuesta* los intermediarios también manifestaron que prevén que endurecerán las condiciones para otorgar nuevos préstamos en el corto plazo. Esto es consistente con un entorno económico menos favorable que en el pasado y con un nivel de endeudamiento históricamente alto, tanto de las familias como de las empresas. Además, las calificadoras han hecho un llamado a los bancos y al sistema financiero en general, por los efectos que la depreciación del peso ha tenido sobre el capital de algunas entidades, por la composición de su capital y por el impacto que pueden tener las condiciones macroeconómicas sobre sus balances. Esto debería implicar una moderación en la política de crédito.

Por el lado de la demanda de crédito, los resultados de la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* aplicada por el Banco de la República, indican que los encuestados (empresarios, académicos, consultores y sindicatos) perciben un descenso importante en la disponibilidad actual de crédito y manifiestan que este comportamiento seguirá en los próximos seis meses (Gráfico 56).

El menor crecimiento esperado de la demanda interna, además de afectar los planes de inversión de algunas empresas, podría disminuir la disposición a contratar mayor financiamiento y su capacidad para acceder a él. El deterioro en el mercado laboral

12 En particular, el programa Mi Casa Ya cobija vivienda de interés social (VIS) con precios entre 70 y 135 SMMLV y no VIS con precios entre 135 y 335 SMMLV.

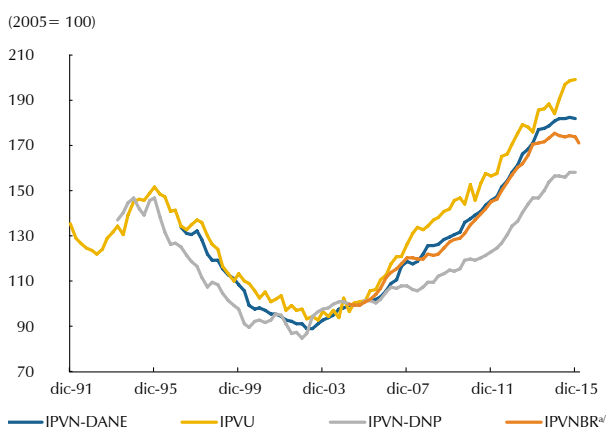
Gráfico 56
Percepción actual y en los próximos seis meses de la disponibilidad de crédito



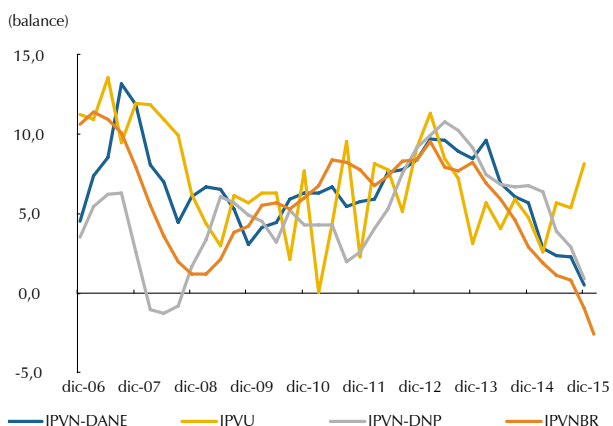
Fuente: Banco de la República, (Encuesta trimestral de expectativas económicas).

Gráfico 57
Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)^{a/}

A. Índices



B. Variación anual



a/ Información al cuarto trimestre de 2015 para el IPVN-DANE, el IPVU y el IPVN-DNP. Para el IPVNBR el último dato corresponde al trimestre de diciembre de 2015 a febrero de 2016.

Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

registrado en los últimos meses, el descenso en la confianza de los consumidores y el aumento de la inflación son factores negativos que pueden seguir afectando la demanda de crédito de los hogares. Asimismo, en la medida en que el aumento en la tasa de interés de política se transmita a las tasas de los préstamos, la carga financiera de las familias se puede incrementar.

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

Al cuarto trimestre de 2015 los índices de precios de la vivienda nueva continuaron con la desaceleración que se observa desde hace cerca de dos años. El índice que calcula el DANE (IPVN-DANE) tuvo una variación anual de 0,5% relativo al IPC, el del DNP (IPVN-DNP) 0,9% y el del Banco de la República (IPVN-BR) de -0,9% (-2,6% para el trimestre diciembre 2015 a febrero de 2016). El índice de precios de la vivienda usada, por el contrario, mostró una aceleración, con una variación de 8,1% por encima del IPC (Gráfico 57).

Por el lado del financiamiento, en 2015 hubo reducciones en las inversiones directas y de cartera, y un aumento en los préstamos (otra inversión). Si se descuenta la acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de la República y se compara con 2014¹³, el país recibió menor financiamiento por USD 4.656 m. Pese a esta caída significativa del financiamiento, de acuerdo con la métrica presentada en el Recuadro 4, en la actualidad el país no ha enfrentado una parada súbita en los flujos de capital.

Para lo que resta de 2016 cabe esperar que los crecimientos moderados en los precios de los inmuebles se mantengan. De acuerdo con lo mencionado en los capítulos anteriores, la economía debe seguir un proceso de ajuste, el cual puede impactar de manera negativa el mercado laboral y las condiciones de acceso al financiamiento por parte de las familias, a pesar de los estímulos del Gobierno a la compra de vivienda. De

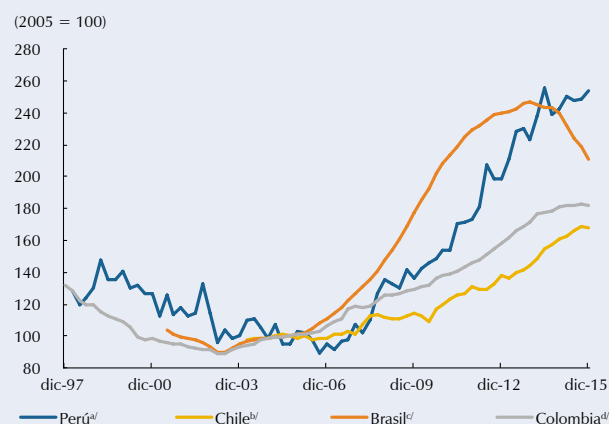
13 Cabe resaltar que en 2014 hubo incrementos importantes en las entradas de flujos de capital por cuenta del rebalanceo de los índices de deuda soberana emergente de JP Morgan.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN ALGUNOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA

De acuerdo con el FMI¹, durante 2015 fueron más los países que mostraron incrementos en los precios de la vivienda (en términos reales) que aquellos que tuvieron descensos. Para los países de la región, en Chile, Perú y Colombia se observaron crecimientos, aunque a tasas menores que las de años anteriores (Gráfico A). Para Chile los precios de la vivienda aumentaron 4,4% en términos reales, según la Cámara Chilena de la Construcción, y para Perú lo hicieron en 4,8%, según su banco central (en 2014 habían crecido en promedio 10,7% y 9,3%, respectivamente). En Brasil, por el contrario, los datos de tendencia publicados por su banco central muestran siete meses de caídas en términos nominales (-3,2% en diciembre de 2015), y dieciocho meses en términos reales (relativos al IPC).

Al igual que en Colombia, Perú y Chile han mantenido expansiones del producto positivas en los últimos años y tasas de desempleo bajas, a pesar del fuerte choque a sus términos de intercambio y del deterioro de la confianza de los consumidores (menos marcado en el caso de Perú). Asimismo, las tasas de interés para compra de vivienda no se han incrementado en términos reales en estos tres países. En Chile, sin embargo, es posible que parte del aumento en los precios observado el año pasado se deba a la entrada en vigencia del impuesto al valor agregado (IVA) a las ventas de inmuebles a partir de enero de 2016². De acuerdo con las estadísticas de la Cámara Chilena de la Construcción, en el mercado del Gran Santiago las ventas de vivienda nueva se aceleraron de manera notable en 2015 (crecieron 26,8% en el año frente a -6,7% en 2014), en particular durante el segundo semestre. Por el contrario, en Brasil la caída del producto y el deterioro en el mercado laboral han sido considerables, y en el mercado inmobiliario se han registrado caídas en las ventas de vivienda (en unidades), además de la corrección en los precios.

Gráfico A
Índices de precios de la vivienda para algunos países de América Latina (reales)



a/ Corresponde al índice de precios por m² de los departamentos en La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro y Surco en soles constantes.
b/ Corresponde al índice de precios para viviendas nuevas en el Gran Santiago en unidades de fomento.
c/ Corresponde al índice de tendencia de largo plazo de los inmuebles. Se utilizó el IPC como deflactor. Fuente: Banco central de reserva del Perú, Cámara Chilena de la Construcción, Banco Central de Brasil y DANE; cálculos del Banco de la República.
d/ Corresponde al IPVN del DANE. Se utilizó el IPC como deflactor. Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

1 Véase Global Housing Watch, abril de 2016 <http://www.imf.org/external/research/housing/report/pdf/0416.pdf>

2 La reforma tributaria de 2014 introdujo el cobro del IVA a las ventas de inmuebles que se realicen a partir del 1 de enero de 2016, cuando sean efectuadas por un vendedor habitual, es decir, por una persona o entidad que se dedique al negocio inmobiliario.

Gráfico 58
Índice de desbalance macroeconómico

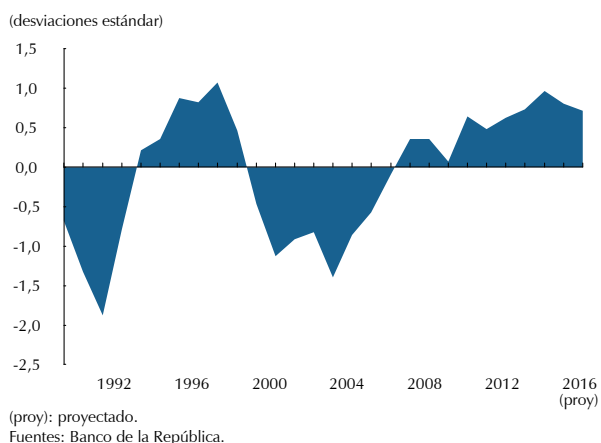
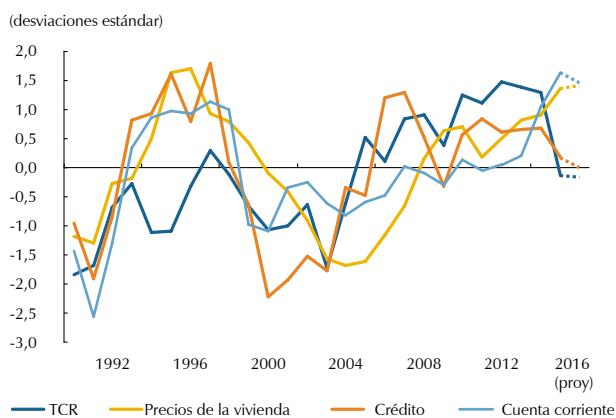


Gráfico 59
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito^{a/}



(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 el negativo de la misma, de forma tal que en todos los casos brechas positivas indiquen desbalances.
Fuente: Banco de la República.

igual forma, el aumento observado y esperado de las tasas de interés, y la posible preferencia de los agentes por activos externos, puede tener un efecto negativo en el mercado de vivienda.

D. IDM

De acuerdo con lo presentado en las secciones anteriores, la información disponible apunta a que durante 2016 habrá un ajuste moderado en el déficit en la cuenta corriente (aunque se mantendrá en niveles altos), una depreciación real menor que la observada en 2015, y alguna desaceleración en el endeudamiento y en los precios de la vivienda.

En este escenario, las estimaciones del Banco de la República indican que el desbalance agregado de la economía continuaría con un ajuste suave frente al calculado para 2015 (Gráfico 58), por cuenta de la moderación estimada en el crecimiento del crédito y por la depreciación real proyectada para todo 2016. El alto déficit en la cuenta corriente y los niveles históricamente altos de los precios de la vivienda contribuirían a mantener elevado el valor del IDM (Gráfico 59).

Recuadro 4

PARADAS REPENTINAS (SUDDEN STOPS) EN LOS FLUJOS DE CAPITAL: EL CASO COLOMBIANO

Viviana Alejandra Alfonso
Adrián Martínez Osorio*

1. Introducción

En un mundo cada vez más globalizado, los movimientos internacionales de capital (flujos de capital) surgen como una alternativa viable para los inversionistas que buscan mayores rendimientos, así como para las economías con escasez de ahorro que buscan recursos destinados a financiar su gasto corriente o su inversión¹.

Los flujos de capitales dependen de las condiciones financieras internacionales, tales como las tasas de interés externas y la percepción de riesgo, así como de las características propias de las economías receptoras². Por consiguiente, aunque las necesidades de financiamiento por parte de un país no varíen, se puede presentar una parada abrupta de las entradas de capital del exterior con importantes consecuencias sobre la demanda agregada, el empleo y la estabilidad financiera de las firmas, el gobierno y los hogares³. Este fenómeno se denomina en la literatura especializada como *parada repentina* (*sudden stop*).

Durante los últimos catorce años, la economía colombiana registró una ampliación del déficit corriente, al pasar de niveles cercanos al 1% del PIB hasta llegar a 6,5% en 2015. Esto indica que el país mantiene niveles de gasto superiores al ingreso nacional disponible y tuvo la necesidad de acudir al ahorro extranjero para financiar este desbalance externo.

* Los autores son profesionales del Departamento Técnico y de Información Económica del Banco de la República. 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.

1 Lane y Milesi-Ferrati (2007) aducen que la integración financiera se multiplicó por 7, pasando de 45% en 1970 a 300% en 2004, como resultado del aumento de las posiciones deudoras y acreedoras de los países.

2 Este tipo de fenómenos se denominan en la literatura sobre flujos de capital como factores *push* u originados por la oferta mundial de capitales y *pull* que surgen de la economía receptora. Véase Dornbush *et al.* (1995), Calvo y Reinhart (2000) y Calvo, Izquierdo y Mejía (2004).

3 Según Cavallo *et al.* (2013), las paradas repentinas originadas en menores ingresos de capital extranjero están asociadas con contracciones en el PIB real entre 1,5% y 3,3%.

El período de auge de flujos de capital se dio al tiempo con una clara tendencia de apreciación del peso, tanto nominal como real. Posteriormente se registró una depreciación de la moneda⁴ en un contexto de menores precios internacionales de las materias primas, expectativas al alza de las tasas de intervención de la Reserva Federal de los Estados Unidos y menor crecimiento económico en Latinoamérica y Colombia. Esto puso en evidencia una potencial vulnerabilidad externa; si el déficit en la cuenta corriente no se corrige y se presenta una detención abrupta en los flujos de financiamiento externo, ello implicaría una reducción fuerte de la demanda agregada, que afectaría el crecimiento económico.

Este recuadro presenta una adaptación de la metodología propuesta por Cavallo *et al.* (2013) para identificar situaciones de paradas repentinas en los flujos de capital extranjeros y los resultados para el caso colombiano en el período 1996-2015.

2. Metodología para la identificación de paradas repentinas

Se considera entrada de capital extranjero (*inflow*) a los flujos pasivos de la cuenta financiera de la balanza de pagos por conceptos de inversión extranjera directa (IED), inversión de portafolio (IP) y otra inversión (OI). Asimismo, se considera salida de capital nacional (*outflow*) a los flujos activos por inversión directa (ID), IP y OI. Por último, los flujos netos de capital corresponden a la diferencia entre flujos pasivos y flujos activos de la cuenta financiera de la balanza de pagos (*inflow-outflow*).

De acuerdo con lo anterior, y con lo planteado por Cavallo *et al.* (2013), las paradas repentinas pueden originarse por diferentes comportamientos (para más detalles véase el anexo):

Reducciones en las entradas de capitales foráneos al país receptor o aumentos en las salidas de capitales extranjeros previamente invertidos en el país receptor.

4 De acuerdo con la literatura, antes de una crisis originada por una interrupción súbita de los flujos de capital se observa la apreciación paulatina y profunda del tipo de cambio nominal y real, una posterior depreciación del tipo de cambio nominal que se traslada al tipo de cambio real y a los precios, el deterioro de la posición deudora de las economías y un auge de flujos de capital. —Véase Dornbush *et al.* (1995) y Reinhart y Reinhart (2008)—. Para el caso colombiano, en el período del auge de flujos financieros (2004-2012) el tipo de cambio nominal se apreció un 25,6%, mientras que entre 2013 y 2015 se depreció un 67,8%.

Incremento de las salidas de capitales de residentes nacionales hacia el exterior o disminución en las entradas de los capitales que estos poseen en otros países.

Reducción en los flujos netos de capital derivado de menores entradas de capital extranjero y aumentos en las salidas de capital de residentes.

La identificación de los episodios de paradas repentinas considera el procedimiento propuesto por Cavallo *et al.* (2013):

1. Los datos trimestrales se acumulan para evitar estacionalidad. Así, cada dato incluye las observaciones de los cuatro últimos trimestres:

$$F_{t,j} = \sum_{i=0}^3 X_{t-i,j}$$

Donde j se refiere a flujos activos, pasivos y/o netos; $F_{t,j}$ al valor del flujo acumulado y $X_{t,j}$ al valor del flujo (bruto o neto) tal como aparece en la cuenta financiera de la balanza de pagos.

2. Se calcula la variación anual de cada serie: $\Delta F_{t,j} = F_t - F_{t-4}$

3. Se calculan el promedio y la desviación estándar de $\Delta F_{t,j}$ para cada una de las series.

4. Se identifica una parada repentina siguiendo el algoritmo descrito en Calvo, Izquierdo y Mejía (2004):

a. *Inicio*: cuando la variación anual de cada flujo acumulado (sea inferior (superior) al promedio menos (más) una desviación estándar para los flujos pasivos (activos).

b. *Confirmación*: cuando la variación anual de cada flujo acumulado ($\Delta F_{t,j}$) sea inferior (superior) al promedio menos (más) dos desviaciones estándar para los flujos pasivos (activos).

c. *Fin*: cuando la variación anual de cada flujo acumulado regrese al promedio menos (más) una desviación estándar para los flujos pasivos (activos).

El período de estudio de este recuadro abarca los años 1996-2015 y se basa en los flujos de capital registrados en la cuenta financiera de la balanza de pagos. Para identificar la ocurrencia de paradas repentinas en Colombia, se excluyen operaciones puntuales que sesgan los cálculos promedio⁵.

5 En el caso de los flujos activos se eliminan las salidas de capital colombiano asociadas con la venta de empresas del sector real (2005), la adquisición de fondos de pensiones en Latinoamérica (2011) y las adquisiciones realizadas por el sector financiero en Centro y Suramérica (2013). Para los flujos pasivos se ex-

Es importante resaltar que en los últimos veinte años la economía colombiana presentó importantes cambios en la estructura y nivel de su actividad productiva. En el caso de los flujos de capital, su magnitud en los últimos años es significativamente mayor a la que se presentó al inicio del período de estudio, puesto que estos se multiplicaron por cuatro entre 1996 y 2014, mientras que las salidas de capital colombiano en 2014 fueron seis veces mayores que las de 1996. Un comportamiento similar se observa en los flujos de comercio exterior del país, los cuales se incrementaron cinco veces durante el período de estudio. Además, el sistema financiero colombiano de la actualidad es más sólido que el existente a finales del siglo XX y la manera en que se ejecuta la política monetaria en el presente es diferente a la de la década de los años noventa.

De esta forma, asumir como equivalentes un cambio anual en los flujos de capital al inicio y al final de la serie desconoce la transformación de la economía colombiana y no parece ser lo más adecuado para el análisis. Por tanto, al aplicar el procedimiento propuesto por Cavallo *et al.* (2013) los resultados presentarían un sesgo, debido a que no consideran la existencia de tendencia en los datos, característica de una economía en crecimiento. Así, para tener una escala más apropiada, cada dato en la serie identifica el flujo de capital del trimestre expresado como porcentaje de la tendencia del PIB. La escala de los flujos de capital se realiza con base en la tendencia del PIB y no con base en su nivel para contrarrestar el efecto de valoración existente al expresar el PIB nominal en dólares.

De manera específica, cada dato trimestral de la cuenta financiera de la balanza de pagos $X_{t,j}$ es dividido por el valor de la tendencia del PIB nominal en dólares en el trimestre t . Luego, se acumulan los datos trimestrales y se sigue de manera idéntica la metodología antes citada.

3. Resultados: paradas repentinas en Colombia

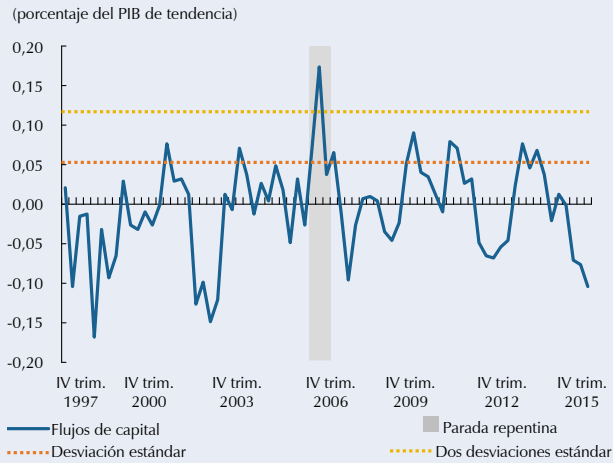
El Gráfico R4.1 muestra la variación de los flujos de capital (activos, pasivos y netos) para el caso colombiano, calculados conforme a lo descrito en la sección anterior. Las áreas sombreadas corresponden a los episodios de parada repentina según la metodología propuesta.

En el panel A del Gráfico R4.1 se observa un aumento repentino en las salidas de capital, que inició en el segundo trimestre de 2006 y terminó en el cuarto trimestre del mismo año, correspondiente a un incremento de la constitución de activos en el exterior por parte de los fondos de pensiones. A partir de ese año, las inversiones realizadas en el exterior por

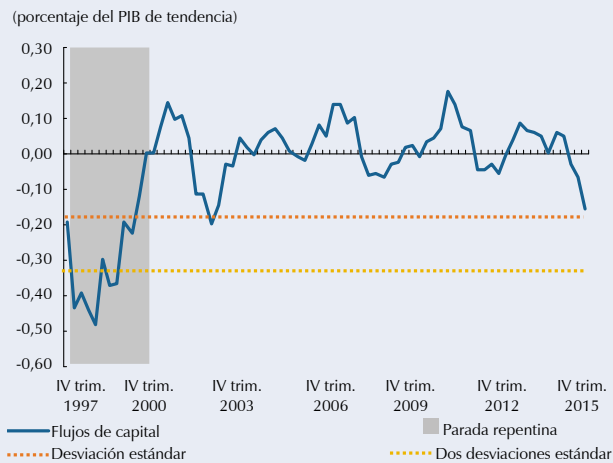
cluye el pago de una operación particular de deuda externa (2013).

Gráfico R4.1
Paradas repentinas en los flujos de capital: resultados escalados por el tamaño de la economía

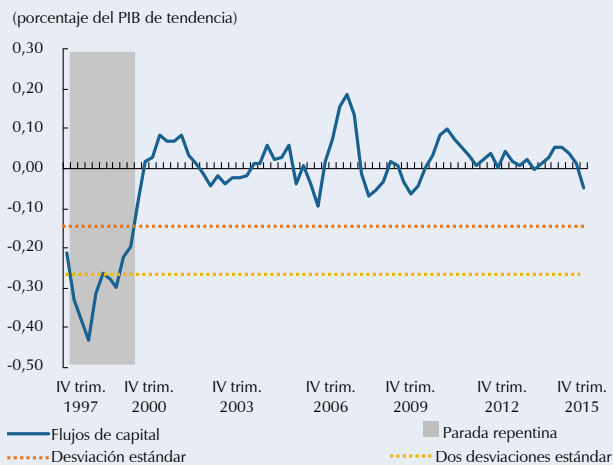
A. Variación anual de los flujos activos



B. Variación anual de los flujos pasivos



C. Variación anual de los flujos netos



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 el negativo de la misma, de forma tal que en todos los casos brechas positivas indiquen desbalances.
Fuente: Banco de la República.

estas entidades han aumentado de manera sostenida hasta niveles cercanos al 35% del total de los activos colombianos en el resto del mundo.

El panel B presenta los resultados para los flujos pasivos de capital. Se observa una parada repentina en las entradas de capital extranjero desde el último trimestre de 1997 hasta el tercero de 2000, correspondiente a la crisis financiera que enfrentó el país durante 1998-1999 y la cual es la más fuerte de la que se tiene registro. Así, se puede afirmar que la disminución de los flujos pasivos de capital de finales de la década de los años noventa representó una contracción fuerte, dadas las características de la economía colombiana de dicho período.

Si bien durante 2015 se redujeron las entradas de capital extranjero por menores ingresos de IED e inversión de portafolio, las caídas no han sido, hasta el momento, lo suficientemente pronunciadas para considerar que existe una parada repentina en los flujos pasivos brutos de la cuenta financiera.

Por último, el panel C revela dos hechos importantes. Primero, la reducción en los flujos pasivos de capital de finales de la década de los noventa fue lo suficientemente fuerte para afectar los flujos netos de capital e inducir una parada repentina en estos. Segundo, las menores constituciones de activos en el exterior por parte de los residentes compensaron en parte la reducción de las entradas de capital extranjero en 2015, puesto que la contracción en los flujos netos de capital es inferior a la que se presenta en los flujos pasivos brutos.

4. Conclusiones

Es importante monitorear el comportamiento de los flujos financieros activos, pasivos y netos con el exterior para identificar señales de alerta que permitan reaccionar de manera oportuna a una contracción del financiamiento externo. Esto debido a que una parada repentina en los flujos de capital extranjero para una economía con un déficit en la cuenta corriente, como la colombiana, puede inducir fuertes ajustes en la demanda agregada, el empleo y la estabilidad financiera de las firmas, el gobierno y los hogares.

Al aplicar la metodología de Cavallo *et al.* (2013) para Colombia, y teniendo en cuenta el tamaño de la economía, se identifica un aumento súbito en las salidas de capital colombiano en 2006 y un evento de parada repentina de los flujos pasivos brutos entre 1998-2000 lo suficientemente fuerte para inducir una parada repentina en los flujos netos durante el mismo período, el cual es consistente también con la dinámica del crecimiento y el empleo.

Además, a pesar que durante 2015 se redujeron las entradas de capital extranjero por menores ingresos de IED e inversión de portafolio, las caídas no han sido, hasta el momento, lo suficientemente pronunciadas, por lo cual no se pueden catalogar como una parada súbita de capital.

5. Referencias

- Calvo, G.; Izquierdo, A.; Mejía, A. (2004). "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects", working paper, núm. 10520, Cambridge, United States: National Bureau of Economic Research.
- Cavallo, E.; Powell, A.; Pedemonte, M.; Tavella, P. (2013). "A New Taxonomy of Sudden Stops. Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About?", working paper series, núm. 430, Washington, United States: Inter-American Development Bank.
- Dornbusch, R.; Goldfajn, I.; Valdés, R. O. (1995). "Currency Crises and Collapses", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2, pp. 219-293.
- Lane, P. R.; Milesi-Ferretti, G-M. (2001). "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries", *Journal of International Economics*, núm. 55, pp. 263-294.
- Reinhart, C. M.; Reinhart, V. R. (2008). "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present", working paper, núm. 14321, Cambridge, United States: National Bureau of Economic Research.

Anexo

Siguiendo las consideraciones de Cavallo *et al.* (2013) acerca de la importancia de revisar los flujos de capital en términos brutos y netos, se pueden definir siete posibles tipos de paradas repentinas (Cuadro R4.1).

Cuadro R4.1
Tipos de paradas repentinas

A. Episodios que afectan los flujos netos		
Flujos pasivos	Flujos activos	Neto
Parada repentina ↓	Aumento repentino ↑	Parada repentina ↓
Parada repentina ↓	Sin cambios →	Parada repentina ↓
Sin cambios →	Aumento repentino ↑	Parada repentina ↓
Reducción leve ↓	Aumento leve ↑	Parada repentina ↓
B. Episodios que no afectan los flujos netos		
Flujos pasivos	Flujos activos	Neto
Parada repentina ↓	Disminución ↓	Reducción leve ↓
Aumento ↑	Aumento repentino ↑	Reducción leve ↓
Aumento ↑	Disminución ↓	Reducción leve ↓

Fuente: basado en Cavallo *et al.* (2013).

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 26 de Abril de 2016.

1. Proyecciones para 2016

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 2,49%; es decir, 8 pb menos que el estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 2,30%.

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 ^{a/}	2,00	7,12	3.600	7,00	3,90	13,20
ANIF	2,50	6,20	n.d	7,20	3,40	9,20
Banco de Bogotá	3,00	5,80	3.050	7,32	3,60	9,50
Bancolombia	2,60	5,40	3.250	7,24	3,60	10,30
BBVA Colombia ^{a/}	2,00	6,20	3.100	7,67	3,90	10,00
BTG Pactual	2,30	5,88	3.260	n. d.	3,60	9,80
Corficolombiana	2,70	5,30	2.750	6,50	3,60	9,30
Corpbanca ^{b/}	2,50	6,30	3.025	7,32	3,40	11,20
Corredores Davivienda ^{a/, c/}	2,60	6,80	3.100	6,75	3,60	9,89
Credicorp Capital ^{d/}	2,30	5,30	2.900	6,50	3,10	10,30
Davivienda ^{a/}	2,60	6,80	3.100	6,75	3,60	9,89
Fedesarrollo	2,50	6,00	n.d	7,75	4,00	n. d.
Ultraserfinco ^{e/}	2,80	6,10	2.950	6,70	n.d	9,58
Promedio	2,49	6,09	3.099	7,06	3,53	10,18
Analistas Externos						
Citi	2,40	5,00	2.900	6,80	3,60	10,00
Deutsche Bank	2,40	6,20	3.253	n.d	4,00	9,70
Goldman Sachs	2,20	5,40	3.600	n.d	3,80	n.d
JP Morgan	2,20	6,60	3.100	n.d	3,60	n.d
Promedio	2,30	5,80	3.213	6,80	3,75	9,85

n. d.: no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antiguo Banco Santander.

c/ Antiguo Corredores Asociados.

d/ Antiguo Correal.

e/ Antiguo Ultrabursátiles.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2017

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de Cambio Nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	2,50	5,30	3.800
ANIF	3,40	4,00	n. d.
Banco de Bogotá	3,50	3,50	3.100
Bancolombia	2,90	3,16	3.140
BBVA Colombia	3,00	4,10	2.800
BGT Pactual	3,10	3,70	3.350
Corficolombiana	3,20	3,70	2.500
Corpbanca	3,70	4,08	2.930
Corredores Davivienda ^{a/}	3,70	4,00	n.d
Credicorp Capital ^{b/}	3,20	3,30	2.600
Davivienda	3,70	4,00	n. d.
Fedesarrollo	3,00	4,00	n. d.
Ultraserfinco ^{c/}	3,20	4,17	2.850
Promedio	3,24	3,92	3.008
Analistas externos			
Citi	3,00	3,70	2.900
Deutsche Bank	3,10	4,00	n. d.
Goldman Sachs	2,70	3,50	3.660
JP Morgan	3,20	n.d	3.200
Promedio	3,00	3,73	3.253

n. d.: no disponible.

a/ Antiguo Banco Santander.

b/ Antiguo Corredores Asociados.

c/ Antiguo Correval.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a los precios, los analistas locales estiman una inflación del 6,09% y los extranjeros prevén una cifra al finalizar el año del 5,80%; ambas proyecciones se encuentran por fuera del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JD BR) para 2016 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio COP 3.098,64 frente a los COP 3.146,27 estimados en la encuesta contemplada en el Informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP 3.213,25 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 7,06%; 112 pb superiores que lo estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,18%.

2. Proyecciones para 2017

Para 2017 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,24% y los extranjeros uno de 3,00%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,92% y 3,73%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 3.007,78 y las externas de COP 3.253,33