



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2015

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2015*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 30 de octubre de 2015.

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

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Coyuntura internacional	15
B. Balanza de pagos	25
Recuadro 1: Exportaciones no tradicionales en Colombia: hechos, tendencias e hipótesis	32
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	37
A. El PIB en el segundo trimestre de 2015	37
B. El PIB del tercer trimestre de 2015	41
III. Desarrollos recientes de la inflación	49
A. La inflación básica	51
B. Inflación de alimentos	
IV. Pronósticos de mediano plazo	56
A. Crecimiento económico para el resto de 2015 y 2016	56
B. Inflación	63
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica	71
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	72
B. Endeudamiento	75
C. Precios de la vivienda	76
D. Índice de desbalance macroeconómico	78
Recuadro 2: Endeudamiento en moneda extranjera de las empresas colombianas y su importancia para el sistema financiero local	79
Anexo Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	83

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Crecimiento promedio de los socios comerciales y proyecciones de anteriores versiones del <i>Informe sobre Inflación</i>	15
Gráfico 2	PIB real de los Estados Unidos	16
Gráfico 3	Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos	16
Gráfico 4	Indicadores de inflación anual total y básica en Europa	17
Gráfico 5	Crecimiento anual del PIB real para China	17
Gráfico 6	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina	18
Gráfico 7	Inflación anual para algunas economías de América Latina	19
Gráfico 8	Índice de términos de intercambio (metodología comercio)	19
Gráfico 9	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	20
Gráfico 10	Precios internacionales de los alimentos	20
Gráfico 12	Índices accionarios globales	21
Gráfico 13	Tasas de los bonos soberanos de 10 años para algunos países de la zona del euro	21
Gráfico 11	Índices de volatilidad financiera	21
Gráfico 14	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	22
Gráfico 15	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	22
Gráfico 16	Exportaciones totales	26
Gráfico 17	Importaciones FOB totales	26
Gráfico 18	Producto interno bruto	37
Gráfico 19	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	41
Gráfico 20	Encuesta mensual del comercio al por menor: ventas totales sin combustibles, desestacionalizado	42
Gráfico 21	Encuesta mensual del comercio al por menor: ventas de vehículos automotores y motocicletas, desestacionalizado	43
Gráfico 22	Registro de matrículas de vehículos nuevos	43
Gráfico 23	Volúmen de ventas y consumo de los hogares	44
Gráfico 24	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	44
Gráfico 25	Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil junio-julio-agosto)	44
Gráfico 26	Tasa de desempleo (trimestre móvil desestacionalizado)	44
Gráfico 27	Número de ocupados y variación anual	45
Gráfico 28	Empleo por tipo de ocupación	45
Gráfico 29	Importaciones de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	45
Gráfico 30	Expectativas de inversión y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	46
Gráfico 31	Producción de café	46
Gráfico 32	Producción industrial real total	47
Gráfico 33	Producción de petróleo	47
Gráfico 34	Inflación total al consumidor	49
Gráfico 35	IPP por procedencia	51

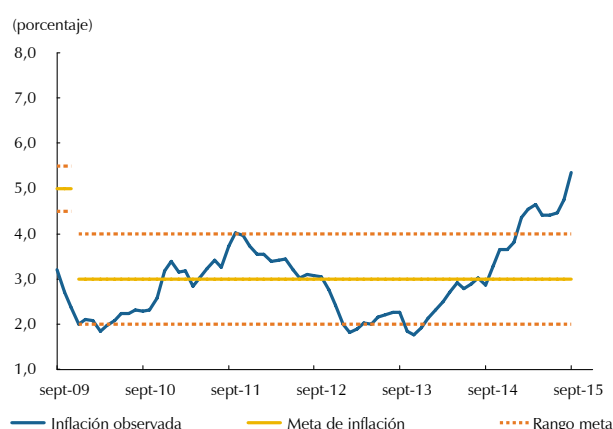
Gráfico 36	Salarios nominales	51
Gráfico 37	Indicadores de inflación básica	52
Gráfico 38	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	52
Gráfico 39	IPC de no transables, sin alimentos ni regulados	53
Gráfico 40	IPC de regulados y sus componentes	53
Gráfico 41	IPC de alimentos	54
Gráfico 42	IPC de alimentos por grupos	55
Gráfico 43	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	62
Gráfico 44	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	62
Gráfico 45	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	63
Gráfico 46	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	64
Gráfico 47	Inflación observada y expectativas de inflación	64
Gráfico 48	Expectativas de inflación derivadas de los TES	65
Gráfico 49	<i>Fan chart</i> de la inflación total	67
Gráfico 50	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	67
Gráfico 51	Cuenta corriente y sus componentes	73
Gráfico 52	Exportaciones e importaciones de bienes.	73
Gráfico 53	Índices de tasa de cambio real	74
Gráfico 54	Depreciación real anual frente a algunos de los principales socios comerciales	74
Gráfico 55	Flujos de financiamiento externo (principales componentes)	75
Gráfico 56	Desembolsos de créditos de consumo según plazo	76
Gráfico 57	Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)	76
Gráfico 58	Precios de la vivienda en Colombia	77
Gráfico 59	Disposición a comprar vivienda del índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo	77
Gráfico 60	Índice del desbalance macroeconómico	78
Gráfico 61	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	78

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	29
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	38
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	40
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	50
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 SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

La inflación anual al consumidor aumentó en septiembre y se situó en 5,35%. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica también subió y alcanzó 4,89%. La transmisión de la depreciación nominal a los precios al consumidor, el incremento en los costos de las materias primas importadas y la menor dinámica en la oferta de alimentos explican gran parte de la aceleración de la inflación en lo corrido del año (Gráfico A).

Las proyecciones del equipo técnico sugieren que a finales de 2015 la inflación se situará por encima de la cifra actual, que en la primera mitad de 2016 se mantendrá en estos niveles y luego comenzará a converger a la meta del 3,0%. El traslado de parte de la depreciación

del peso a los precios al consumidor y un fenómeno de El Niño fuerte hacen más lento el proceso de convergencia a la meta, tanto por su impacto directo sobre los precios y las expectativas de inflación, como por la posible activación de mecanismos de indexación.

A pesar de ello, no debe perderse de vista el carácter temporal del incremento de la tasa de inflación. Si bien el precio del petróleo podría permanecer en niveles bajos, el efecto de su caída sobre la tasa de cambio es limitado. Esto significa que la presión sobre los precios resultante de la devaluación del peso colombiano tiene un límite, e irá perdiendo fuerza con el tiempo. De otra parte, se espera que las condiciones climáticas retornen a la normalidad hacia finales del segundo trimestre de 2016. Esto inducirá una caída en el precio de los alimentos, que según experiencias pasadas, podría ser sustancial. Lo anterior reafirma el carácter transitorio de la presión inflacionaria, siempre que las expectativas de inflación no se conviertan en un mecanismo que la retroalimente. De allí la importancia de mantenerlas ancladas a la meta, mediante una política monetaria que preserve su credibilidad. En cualquier caso, debido a la magnitud de los choques y los riesgos que pesan sobre el contexto externo, la incertidumbre que rodea los pronósticos es inusualmente alta. Las medidas de expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años se sitúan en 4,1% y 3,5%, respectivamente, y las que se derivan de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años superan el 4%.

En el contexto externo, las cifras de actividad económica continúan reflejando una dinámica de la demanda externa débil e inferior a la observada en 2014. En el tercer trimestre la economía de los Estados Unidos moderó su crecimiento, al mismo tiempo que la Reserva Federal mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia. La zona del euro se recupera de forma lenta mientras la actividad económica en China mantuvo la tendencia hacia la desaceleración. En cuanto a la región de América Latina, las economías más grandes registran crecimientos bajos o contracciones del producto. Además, sus primas de riesgo permanecieron en niveles superiores a los de 2014.

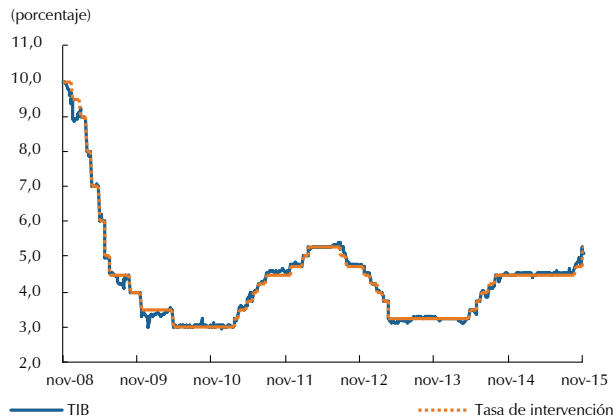
La demanda externa para los exportadores colombianos ha sido más débil que la estimada un trimestre atrás. El precio internacional del petróleo y los precios de otros productos básicos que exporta Colombia se mantuvieron en niveles bajos. En consecuencia, la caída en los términos de intercambio registrada a lo largo del año ha deteriorado el ingreso nacional y explica en gran medida el mayor nivel de la tasa de cambio respecto al dólar.

En Colombia las cifras más recientes para el segundo semestre apuntan a que el crecimiento puede ser mayor de lo esperado. Así lo sugieren los indicadores de ventas al por menor, de producción manufacturera y café y el consumo de energía eléctrica, entre otros. Se espera una buena dinámica de la construcción y de las obras civiles. Las expectativas de inversión muestran que aquella distinta a obras civiles se habría seguido deteriorando, aunque a un ritmo menor que en trimestres anteriores. Así, frente al Informe pasado, para todo 2015 el equipo técnico del Banco revisó al alza su pronóstico más probable de crecimiento, de 2,8% a 3,0%, en un rango entre 2,4% y 3,4%. Para 2016 se espera un crecimiento similar, de 3,0%, con un intervalo más amplio: entre 1,5% y 4,0%.

En síntesis, la nueva información disponible muestra que los fuertes aumentos en los precios de los bienes que se ven más afectados por la depreciación del peso y por factores climáticos adversos siguen presionando la inflación al alza, aunque de manera transitoria. Los precios de los otros bienes y servicios también registran variaciones crecientes, lo cual puede ser el reflejo de mecanismos de indexación, de expectativas de mayor inflación en el futuro o de presiones de costos en esos sectores. El comportamiento de estos precios no parece indicar la existencia de un deterioro significativo de la demanda agregada. En este contexto, las expectativas de inflación han aumentado y el riesgo de una desaceleración de la demanda interna, más allá de lo coherente con la caída registrada del ingreso nacional, ha disminuido.

Dado el entorno económico descrito, en septiembre y octubre la Junta Directiva del Banco de la República incrementó la tasa de interés en 25 pb y 50 pb, respectivamente, y la situó en 5,25%. La Junta reitera su compromiso con la meta de inflación y mantiene un cuidadoso monitoreo del comportamiento y proyecciones de la actividad económica e inflación en el país, de los mercados de activos y de la situación internacional (Gráfico B).

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
(2008-2015)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 03 de noviembre de 2015.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

La Junta también anunció un sistema de subastas de opciones call, con el fin de moderar aumentos injustificados de la tasa de cambio, que puedan contribuir a desanclar las expectativas de inflación y suministrar liquidez al mercado cambiario cuando se presenten faltantes significativos de la misma. La subasta se convocará por un monto de USD 500 millones una vez la TRM se encuentre 7 pp por encima de su promedio móvil de orden 20. Las opciones tendrán una vigencia de un mes a partir del día de la subasta y su ejercicio está sujeto al cumplimiento de la misma condición.

José Darío Uribe
Gerente General

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Juan Sebastián Amador

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Juan Pablo Cote

Daniel Parra

Juan Sebastián Rojas

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

Jefe

Luis Hernán Calderón

Celina Gaitán

Aarón Levi Garavito

Jhon Edwar Torres

Asistente del Departamento de Programación e Inflación

Gloria Sarmiento

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

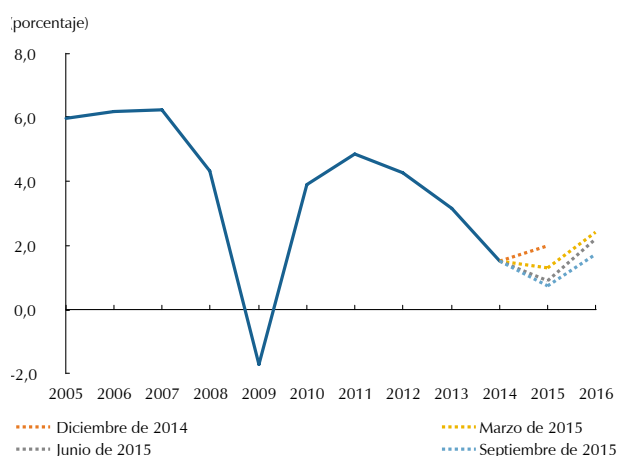
I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

En este informe se redujeron los pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Colombia para 2015 y 2016.

Durante el tercer trimestre se observó una nueva caída del precio internacional del petróleo, por lo que los términos de intercambio de Colombia continuaron en los niveles más bajos desde 2009.

La balanza comercial del país sigue estando afectada por la fuerte caída de las exportaciones frente a un ajuste más lento de las compras externas. Para todo 2015 se estima un desbalance externo mayor que el de 2014 como porcentaje del PIB.

Gráfico 1
Crecimiento promedio de los socios comerciales y proyecciones de anteriores versiones del *Informe sobre Inflación*



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

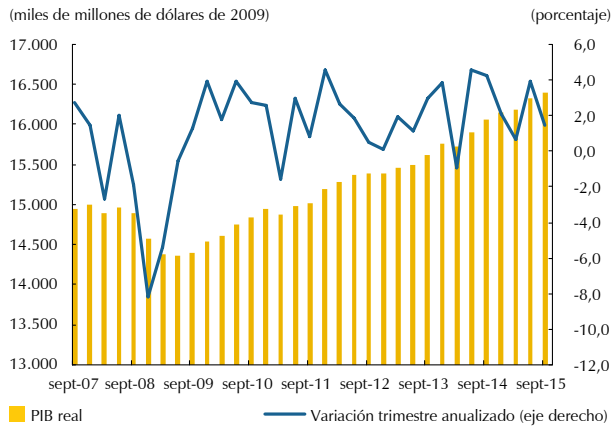
A. COYUNTURA INTERNACIONAL

1. Actividad real, inflación y política monetaria

Los registros de actividad real para el tercer trimestre indican que el crecimiento para los principales socios comerciales de Colombia habría sido menor que el anticipado en los anteriores *Informes sobre Inflación* y sería el más bajo desde 2009 (Gráfico 1). Este comportamiento obedece, principalmente, a un bajo dinamismo de las economías emergentes, especialmente las de América Latina, el cual no fue compensado por la modesta expansión que se observó en los Estados Unidos y en la zona del euro.

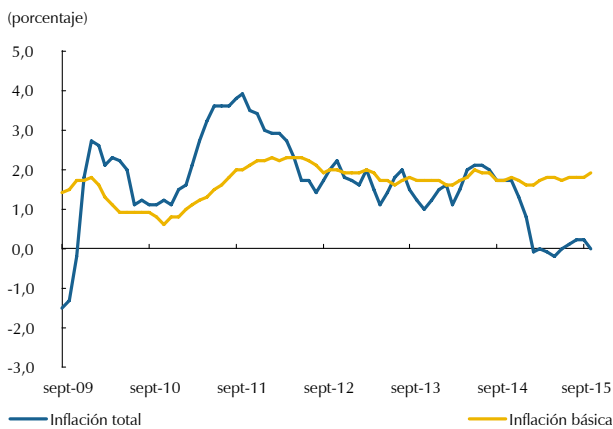
En el caso de los Estados Unidos, las cifras del tercer trimestre muestran una desaceleración de su actividad económica, luego de la fuerte recuperación observada

Gráfico 2
 PIB real de los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

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



Fuente: Bloomberg.

entre abril y junio. De esta forma, la expansión del PIB pasó de 3,9% trimestre anualizado (t. a.) (revisado de 2,3% t. a.) en el segundo trimestre, a 1,5% t. a. tres meses adelante (Gráfico 2). Este debilitamiento estuvo explicado, en gran parte, por una importante desacumulación de inventarios, la cual le restó al crecimiento 1,4 puntos porcentuales (pp). Adicionalmente, la inversión no residencial redujo su dinamismo con respecto a lo observado en el segundo trimestre, mientras el comercio externo neto le restó a la expansión del PIB. En contraste, el consumo de los hogares continuó registrando incrementos favorables y se consolida como el principal motor de crecimiento de esta economía.

En relación con su mercado laboral, durante el tercer trimestre se observó una moderación en el ritmo de creación de empleo, luego de los buenos registros que se presentaron tres meses atrás. El incremento promedio mensual de las nóminas no agrícolas pasó de cerca de 231.000 entre abril y junio a 167.000 en el tercer trimestre. Pese a esto, la tasa de desempleo se redujo a 5,1%, mientras otros indicadores que monitorea la Reserva Federal, como el desempleo de largo plazo¹ y la tasa de subempleo², han continuado mejorando.

En cuanto a la inflación, la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) se mantuvo relativamente estable en niveles bajos (alrededor del 0,2%) durante el tercer trimestre, como consecuencia, principalmente, del comportamiento de los precios de los combustibles. Al excluir elementos volátiles, como los alimentos y combustibles, la inflación anual no presentó cambios significativos y permaneció cerca al 1,8%, ligeramente por debajo de la meta de la Reserva Federal (Fed) (2,0%) (Gráfico 3).

En cuanto a la política monetaria de este país, en su reunión de septiembre la Fed decidió mantener inalterada su tasa de referencia, como consecuencia de las pocas presiones inflacionarias que enfrenta esta economía y de un panorama externo aún complicado. Pese a esto, la mediana de la encuesta que se le hace a los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de la

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.

Fed sugiere que la tasa de referencia se incrementaría 25 puntos básicos (pb) en diciembre de 2015 y que durante los dos siguientes años continuaría con alzas graduales.

En la zona del euro las cifras de actividad real y de confianza disponibles para el tercer trimestre sugieren que la economía de la región ha continuado expandiéndose a un ritmo lento, después de registrar un crecimiento trimestral del PIB de 0,4% en el segundo trimestre. Las cifras sobre ventas al por menor indican que el gasto de los hogares habría seguido recuperándose, lo cual se explicaría por el restablecimiento gradual del canal del crédito y por un mayor ingreso disponible de los hogares. Por su parte, las exportaciones netas, si bien continúan contribuyendo en alguna medida a la expansión de la economía gracias a la mayor competitividad generada por la debilidad del euro, estarían siendo golpeadas por una menor demanda global.

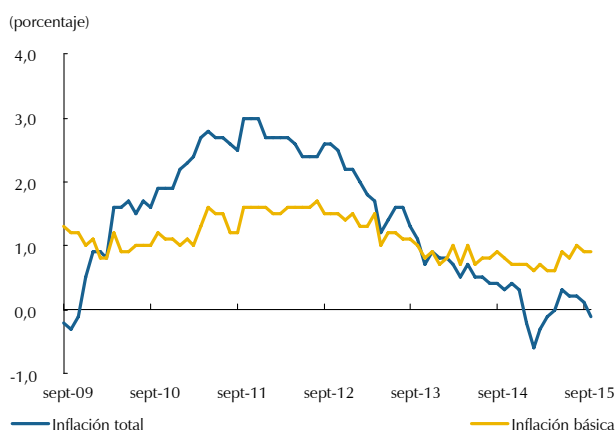
Entretanto, la inflación anual de la zona del euro se ubicó de nuevo en terreno negativo durante el tercer trimestre, al registrar -0,1% en septiembre. La nueva

reducción en el precio de los combustibles explica, en gran parte, los bajos niveles que ha presentado la variación anual de los precios. La inflación anual, excluyendo alimentos y combustibles, se mantuvo relativamente estable alrededor de 0,9%, muy por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE), definida por esta institución como inferior, pero cercana al 2% (Gráfico 4).

En este contexto de inflación baja y de crecimiento económico modesto, el BCE ha continuado con una política monetaria altamente expansiva. En los últimos meses esta institución mantuvo las tasas de interés en niveles históricamente bajos, siguió con las operaciones de refinanciamiento de largo plazo (TLTRO, por su sigla en inglés) y continuó con el programa de relajamiento cuantitativo en el que compra mensualmente EUR 60 mil millones en bonos soberanos, títulos respaldados por activos (*asset backed securities*) y bonos garantizados (*covered bonds*). Además, en su reunión de octubre dio indicios de que podría expandir el monto mensual adquirido o aplazar la fecha de finalización de su plan de relajamiento cuantitativo.

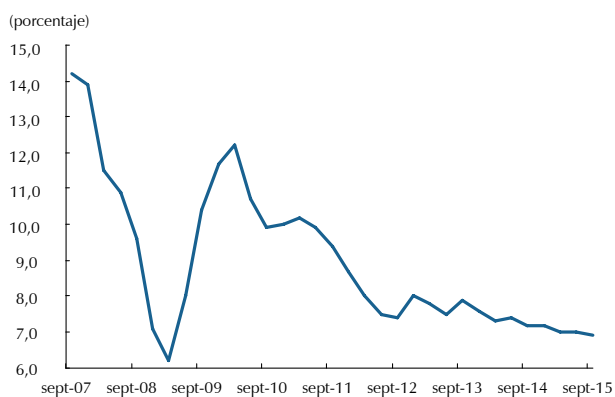
Por el lado de los países emergentes, la economía china ha seguido perdiendo dinamismo lentamente. Durante el tercer trimestre la expansión de su PIB fue de 6,9%, el cual es inferior al de tres meses atrás (7,0%) y al observado para todo 2014 (7,3%) (Gráfico 5). Este comportamiento, relativamente modesto con respecto al crecimiento promedio de las últimas décadas, está

Gráfico 4
Indicadores de inflación anual total y básica en Europa



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5
Crecimiento anual del PIB real para China

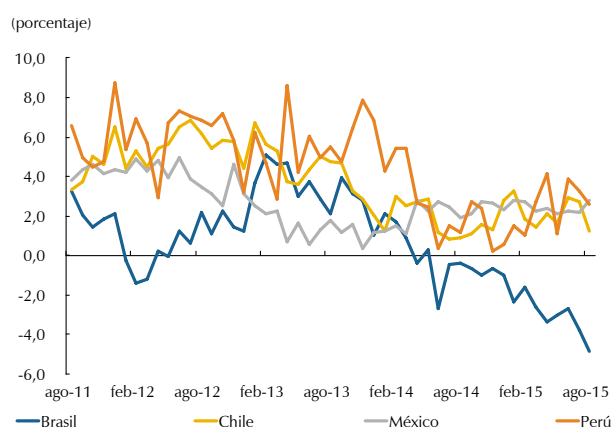


Fuente: Bloomberg.

asociado con la pérdida de dinamismo de la inversión en activos fijos y con una reducción del comercio externo, esto último como consecuencia del lento crecimiento mundial y de la fortaleza del yuan frente a la mayoría de monedas del mundo. Entretanto, la inflación se mantuvo en niveles bajos y registró 1,6% en septiembre.

En este contexto, el banco central de China redujo de nuevo su tasa de referencia y relajó algunos requerimientos regulatorios, buscando moderar la desaceleración económica. Adicionalmente, a comienzos de agosto modificó el mecanismo que fija el precio del yuan frente al dólar estadounidense, lo cual resultó en una depreciación trimestral promedio de 1,6%. De acuerdo con el comunicado oficial, esta medida busca que la tasa de cambio responda en mayor medida a los movimientos en los mercados financieros internacionales, en el marco de una liberalización gradual del sistema financiero de este país. No obstante, algunos analistas interpretaron dicha devaluación como una medida adicional de estímulo y como una señal de mayor debilidad de esta economía.

Gráfico 6
Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina



Fuente: Datastream.

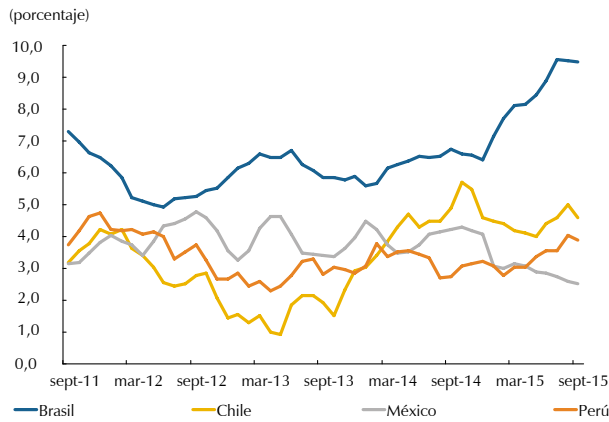
En el caso de América Latina, las cifras a agosto de actividad real sugieren que los países de la región durante el tercer trimestre continuaron creciendo a tasas bajas, al compararlas con el promedio de la última década. Sin embargo, el panorama por países es desigual (Gráfico 6).

Por una parte, Chile, México y Perú han mostrado algunas señales de recuperación económica, aunque con un dinamismo mucho menor al anticipado en el *Informe sobre Inflación* de junio, pues continúan afectadas por el choque a sus términos de intercambio, por la menor demanda externa y por el lento ritmo de expansión del consumo y de la inversión.

Por otro lado, en Brasil se habría profundizado aún más la recesión que comenzó a finales del año anterior, como resultado de que la confianza de empresarios y consumidores cayó a niveles históricamente bajos, debido a la pérdida del grado de inversión y al ajuste fiscal que adelanta el gobierno. Entretanto, en Ecuador se ha observado una fuerte desaceleración, como consecuencia, principalmente, de la fuerte caída de sus términos de intercambio y de que la dolarización de esta economía ha dificultado suavizar este choque. Igualmente, en Venezuela, si bien no se cuenta con datos oficiales, hay indicios de que ha continuado su fuerte retroceso económico por culpa de la caída en el precio del petróleo, el cual se suma a sus diversos problemas estructurales.

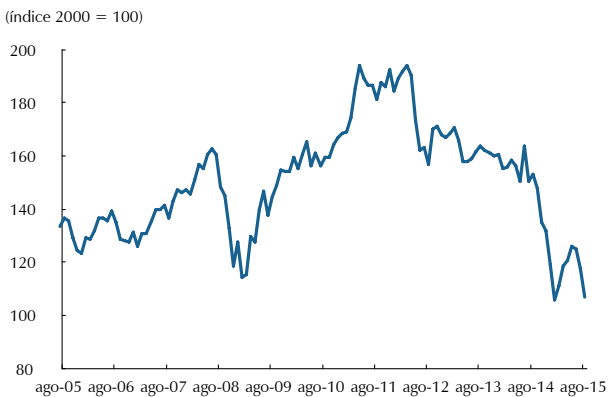
En cuanto a la inflación en América Latina, se ha observado un predominio de tendencias alcistas (Gráfico 7), por lo que varios bancos centrales de la región han decidido subir sus tasas de referencia. Es el caso de Perú y Chile, donde la inflación se incrementó durante el tercer trimestre y continuó por encima del rango meta,

Gráfico 7
Inflación anual para algunas economías de América Latina



Fuente: Datastream.

Gráfico 8
Índice de términos de intercambio (metodología comercio)



Fuente: Banco de la República.

al verse afectada, principalmente, por la depreciación de sus monedas. Entre junio y octubre se incrementaron las tasas de referencia en Chile de 3,0% a 3,25% y en Perú de 3,25% a 3,5%. Por su parte, en Brasil la variación anual de los precios sigue alta (9,5% en septiembre), lo cual ha obligado a su banco central a continuar con incrementos en su tasa de intervención. En contraste, en México la variación anual de los precios a septiembre se mantuvo en la parte inferior del rango meta del banco central, por lo que esta institución mantuvo sus tasas en niveles relativamente bajos.

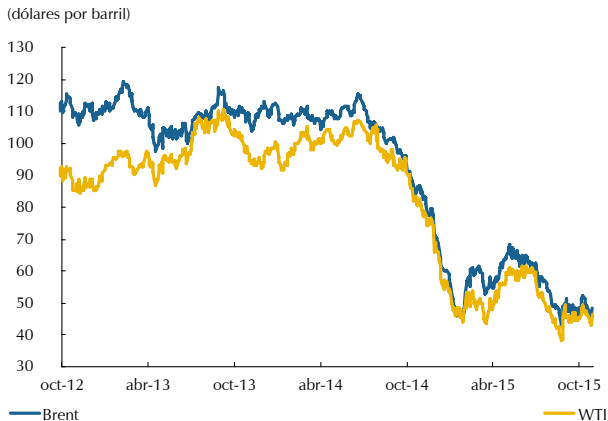
2. Términos de intercambio y precios de bienes básicos

Adicional al choque proveniente de una menor demanda por parte de los principales socios comerciales del país, el ingreso externo de la economía colombiana continúa viéndose afectado por la fuerte distorsión de sus términos de intercambio. Durante el tercer trimestre de 2015 (con cifras a agosto), el indicador de términos de intercambio (según la metodología de comercio)³ registró una nueva caída con respecto a lo observado en el trimestre anterior y permanece en los niveles más bajos desde 2009 (Gráfico 8).

Este comportamiento está explicado, en gran medida, por la dinámica de los precios internacionales del petróleo, los cuales cayeron de nuevo durante el tercer trimestre (Gráfico 9). De esta forma, entre julio y septiembre de 2015 la cotización internacional del crudo (referencia Brent) presentó un promedio de USD 50,9 por barril, es decir 18,6% menor que el registro del segundo trimestre (USD 62,5 por barril) y 50,4% por debajo del mismo período de 2014 (USD 102,6 por barril). Esta nueva reducción responde, principalmente, a las perspectivas de una menor demanda por crudo, en especial por parte de China, luego de los indicios de una mayor desaceleración económica de este país. Otros factores que también incidieron en esta caída fueron los elevados niveles de inventarios, los registros de producción históricamente altos en los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y el hecho de que la extracción en los Estados

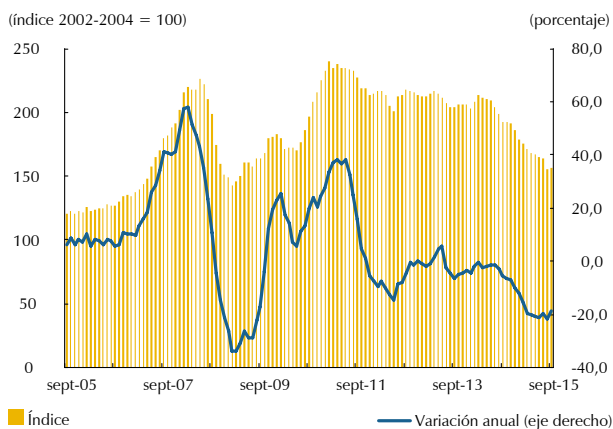
3 La medida de términos de intercambio según la metodología de comercio utiliza como fuente los registros administrativos de exportaciones e importaciones (fuente DIAN-DANE). Siguiendo las recomendaciones internacionales (relacionadas con la volatilidad de las series, homogeneización de los valores unitarios,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

Gráfico 9
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

Gráfico 10
Precios internacionales de los alimentos



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

Unidos cae a un ritmo menor que el anticipado por las principales agencias especializadas.

Por su parte, los precios de otros bienes básicos de exportación del país también se redujeron durante el tercer trimestre con respecto a lo observado tres meses atrás, exacerbando así el deterioro de los términos de intercambio. En particular, el precio del café se situó en USD 1,42 por libra, en promedio, entre julio y septiembre, lo cual representa una caída trimestral de 7,1%, que se explica, en gran parte, por la reversión de los choques de oferta que habían afectado la producción en meses pasados. Adicionalmente, las cotizaciones internacionales del níquel y del carbón mostraron reducciones trimestrales de 18,8% y 4,2%, respectivamente, como consecuencia, principalmente, de una menor demanda global por estos bienes, en particular por parte de las economías emergentes.

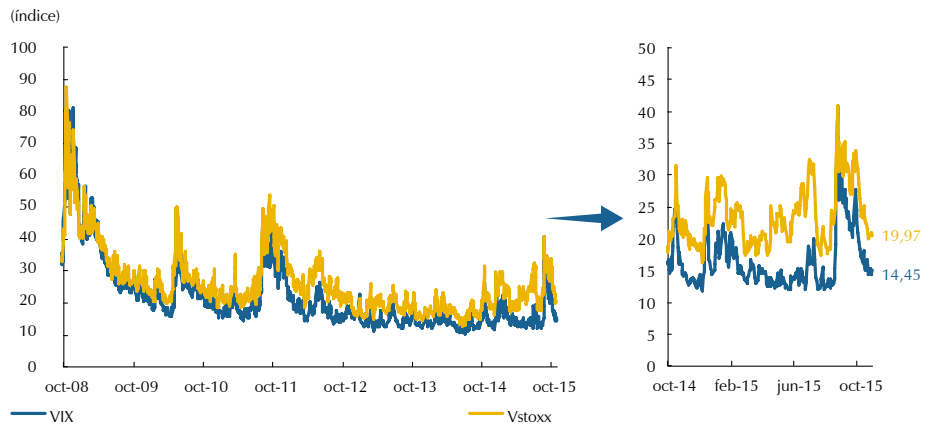
Entretanto, las cotizaciones de algunas materias primas agrícolas importadas por el país también se redujeron durante el tercer trimestre, tal y como se aprecia en el índice de precios de alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para los Alimentos y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés) (Gráfico 10). Este comportamiento, junto con las caídas que se han observado en los precios de algunos bienes intermedios y de capital (también importados), habría generado reducciones en el índice de precios de importación de Colombia y habría ayudado a moderar en alguna medida la caída de los términos de intercambio.

3. Mercados financieros

Con respecto a los mercados financieros internacionales, durante gran parte del tercer trimestre se observó un importante incremento en los índices de volatilidad financiera, debido a un aumento de la aversión al riesgo global (Gráfico 11). Esto, a su vez, habría estado asociado, principalmente, con posibles efectos sobre los mercados financieros de un eventual incremento de la tasa de referencia de la Fed en su reunión de septiembre y con los temores de una desaceleración más fuerte que la prevista de la actividad económica en China, luego de la depreciación del yuan y de la fuerte caída de sus principales índices bursátiles.

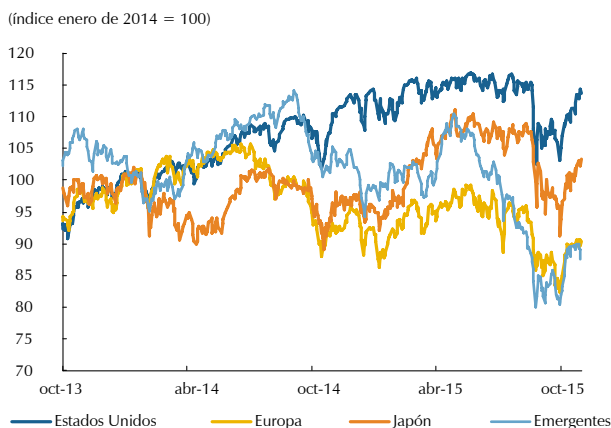
Sin embargo, la decisión por parte de la Fed de mantener su tasa de referencia inalterada y algunas medidas de estímulo por parte del banco central de China ayudaron a calmar a los agentes de los mercados financieros. Ello redundó en una caída de

Gráfico 11
Índices de volatilidad financiera



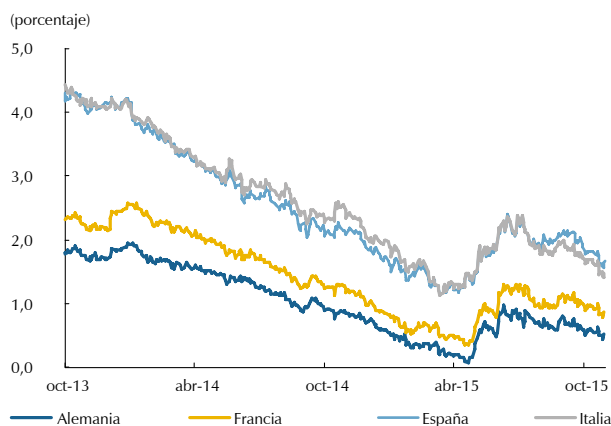
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12
Índices accionarios globales



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 13
Tasas de los bonos soberanos de 10 años para algunos países de la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

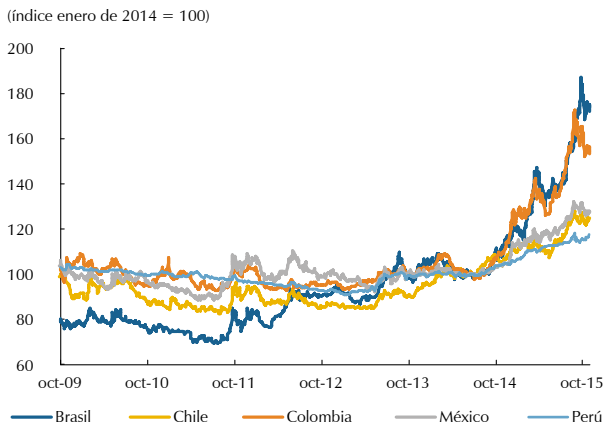
los indicadores de volatilidad financiera hacia finales de septiembre y en octubre.

En este contexto, los principales índices bursátiles globales mostraron una fuerte caída durante gran parte del tercer trimestre, para luego recuperarse parcialmente en los últimos días de septiembre y en octubre (Gráfico 12). Por su parte, las tasas de los bonos de largo plazo de los Estados Unidos y de los principales países de la zona del euro mostraron algunos incrementos en la primera parte del trimestre, los cuales se revirtieron en los meses siguientes. En el caso de los títulos de la Unión Europea, esta caída se pronunció durante octubre (Gráfico 13) ante los anuncios del BCE de una posible expansión de su programa de relajamiento cuantitativo.

En cuanto a los mercados financieros en América Latina, a comienzos del tercer trimestre se observó una fuerte tendencia a la depreciación de las monedas de los principales países de la región contra el dólar (Gráfico 14), junto con un incremento en sus primas de riesgo (Gráfico 15). Este movimiento fue especialmente marcado en el caso brasilero, como consecuencia, principalmente, de mayores temores con respecto a su posición fiscal, luego de que las principales calificadoras de riesgo le quitaran el grado de inversión. Sin embargo, similar a lo observado en los mercados financieros globales, estos movimientos se revirtieron de manera parcial hacia finales de septiembre y octubre.

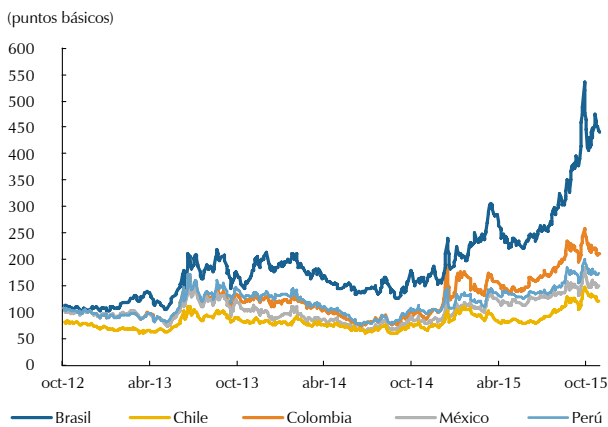
El peso colombiano no escapó a estas fluctuaciones y se debilitó de forma importante, al pasar de un valor

Gráfico 14
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

promedio de COP 2.499 por dólar en el segundo trimestre a COP 2.948 por dólar en el tercero, lo cual representa una depreciación de 18,0%, y alcanzó su valor máximo a finales de agosto (COP 3.261 por dólar). Sin embargo, a finales del tercer trimestre y comienzos del cuarto se revirtió parcialmente esta tendencia y la tasa de cambio se ubicó en COP 2.924 por dólar en el promedio para octubre. En lo corrido del año (con cifras al 30 de octubre) el peso colombiano se ha depreciado 21,9%.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

En el presente informe se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales de Colombia frente a lo presentado en el pasado *Informe sobre Inflación* de junio. Las proyección de la expansión anual promedio del PIB de los socios comerciales de Colombia (ponderada por comercio no tradicional) pasó de 0,9% a 0,7% para 2015 y de 2,2% a 1,7% para 2016 (Cuadro 1).

Esta revisión obedeció, principalmente, a que el desempeño económico de América Latina para finales de 2015 y para 2016 sería más débil que el anticipado en el pasado *Informe*. En el caso de Chile, México y Perú se espera que la recuperación sea más lenta que la prevista, debido a que los precios de los bienes básicos permanecerían en niveles bajos, a que la demanda por parte de sus principales socios comerciales sería modesta y a que la confianza de empresarios y consumidores continuaría siendo baja.

En el caso de Brasil, la contracción de su economía sería más profunda y se prolongaría hasta el próximo año, resultado de los ajustes fiscales que debe adelantar este país, de la pérdida del grado de inversión y de los bajos niveles de confianza de los inversionistas y consumidores. Por su parte, en Ecuador el desplome en sus términos de intercambio y el subsecuente deterioro de sus cuentas fiscales generarían un estancamiento de su economía en lo que resta de 2015 y en 2016. Finalmente, Venezuela continuaría atravesando una fuerte recesión, como consecuencia de los bajos precios internacionales del petróleo y de su precaria posición fiscal y externa.

En el caso de los Estados Unidos se revisó levemente al alza el pronóstico de crecimiento para todo 2015, como consecuencia de un comportamiento mejor que el esperado en el primer semestre. Para lo restante del año y para 2016 se espera que los factores determinantes del consumo permanezcan en condiciones favorables, por lo que el gasto de los hogares se consolidaría como el principal motor de crecimiento de su actividad económica. Adicionalmente, la inversión continuaría

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

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

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

b/ Pronósticos del FMI de octubre de 2015.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

expandiéndose, aunque a tasas modestas. Así, se espera un mejor comportamiento para la demanda interna, la cual compensaría la debilidad de las exportaciones, que se resentirían por la fortaleza del dólar frente a las principales monedas del mundo y por un crecimiento mundial más débil.

Las cifras de creación de empleo en los Estados Unidos deberán ser consistentes con el comportamiento favorable que se espera de su economía, por lo que el mercado laboral continuaría recuperándose lentamente. De esta forma, se seguirían eliminando los excesos de oferta existentes y comenzarían a aparecer algunas presiones graduales al alza sobre los salarios, que hacia 2016 harían que su inflación muestre una tendencia creciente y converja lentamente hacia la meta de largo plazo de la Fed. En este *Informe* se supone que los incrementos en la tasa de referencia, que comenzarían en diciembre del presente año y continuarían de forma muy gradual durante todo 2016, se transmitirían de manera ordenada a las tasas de mercado.

En la zona del euro la recuperación de la economía continuaría lentamente, tal y como se esperaba en el *Informe sobre Inflación* anterior. Las medidas adoptadas por el BCE han permitido la recuperación de la confianza y han reestablecido en alguna medida el canal del crédito, lo cual impulsaría el consumo privado y la inversión. Adicionalmente, el ingreso disponible de los hogares continuaría viéndose favorecido por los bajos precios de los combustibles. 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 2016 el crecimiento económico de China continuaría moderándose, luego de las altas tasas observadas en años anteriores.

Por su parte, la inflación en la zona del euro continuaría siendo baja durante la última parte de este año y en 2016, como consecuencia de los bajos precios de los combustibles, de las escasas presiones de demanda y de las modestas expectativas de inflación. En este contexto, se espera que el BCE adopte nuevas medidas de estímulo monetario y expanda su programa de relajamiento cuantitativo.

En el caso de China, el escenario central de este informe prevé que el crecimiento se seguiría moderando en la medida en que la inversión en activos fijos y la expansión del crédito se sigan reduciendo desde los elevados niveles observados en años anteriores. Adicionalmente, las exportaciones le deberán restar impulso al crecimiento, como consecuencia de que el yuan sigue fuerte relativo a la mayoría de monedas del mundo y de que la demanda global permanece débil. Sin embargo, las medidas de estímulo por parte del gobierno y del banco central chino permitirían que la desaceleración no sea tan marcada.

El escenario anterior sigue presentando importantes riesgos a la baja. El principal proviene de una posible reacción desordenada de los mercados financieros internacionales al incremento de la tasa de interés por parte de la Fed. En este caso se esperaría una apreciación mucho más fuerte del dólar, una caída en los índices bursátiles y un rápido incremento de las tasas de largo plazo. Ello podría resentir la actividad real estadounidense. Adicionalmente, se presentarían salidas de los flujos de capital de los países emergentes con potenciales efectos adversos sobre estas economías.

Otro riesgo importante es una desaceleración más fuerte en China y una expansión más lenta en las economías emergentes exportadoras de bienes básicos. En el caso chino, esta se daría por problemas asociados con su estabilidad financiera, como consecuencia de los altos niveles de endeudamiento y de los desbalances que se han acumulado en los últimos años en su sistema financiero. En el caso de los países exportadores de bienes básicos, como lo son la mayoría en América Latina, esto ocurriría debido a una nueva caída o a una recuperación más lenta de sus términos de intercambio.

Con respecto a los bienes básicos exportados por Colombia, el escenario central prevé que el precio promedio del petróleo (Brent) se ubique ligeramente por encima de los USD 50 por barril durante el último trimestre del año, con lo que el precio promedio para todo 2015 sería de USD 54,5 por barril. Para 2016 se espera una leve recuperación del precio y que el promedio para todo el año sea de USD 55 por barril (Cuadro 2). Esto representa una revisión a la baja frente a lo pronosticado en el *Informe sobre Inflación* de junio, lo cual se explica, principalmente, por las menores perspectivas de crecimiento global y porque la caída de la producción en los Estados Unidos ha sido menor que la anticipada.

En el presente Informe se revisaron a la baja las proyecciones de los precios del petróleo para 2015 y 2016.

No obstante, cabe aclarar que persiste una gran incertidumbre en cuanto al comportamiento del precio del petróleo. Por un lado, una reducción más marcada de la producción en los Estados Unidos o nuevos brotes de conflictos geopolíticos en Medio Oriente presionarían los precios al alza. Por el otro, un crecimiento mundial aún más débil, los crecientes niveles de los inventarios de crudo, el restablecimiento

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

Principales productos	2014	Proyecciones para 2015			Proyecciones para 2016		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	1,97	1,50	1,60	1,70	1,45	1,65	1,85
Petróleo Brent (dólares por barril)	99,2	52,0	54,5	57,0	40,0	55,0	70,0
Carbón (dólares por tonelada)	72,6	62	64	66	48	56	64
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	16.898	11.570	12.342	13.113	10.799	13.113	15.427
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.266	1.200	1.170	1.140	1.300	1.150	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.

de la venta de petróleo iraní a los mercados internacionales y una mayor apreciación del dólar representan importantes riesgos a la baja.

Respecto a los precios de otros bienes básicos de exportación, se espera que las cotizaciones del café, carbón y níquel permanezcan en niveles bajos durante el último trimestre del presente año y en 2016, como consecuencia del debilitamiento en el crecimiento global. En este contexto, se prevé que los términos de intercambio para Colombia se mantendrán en niveles similares a lo observado en la primera parte de 2009, lo cual es significativamente inferior a los niveles de los años más recientes.

B. BALANZA DE PAGOS

Durante el segundo trimestre de 2015 se registró un déficit en la cuenta corriente de USD 4.319 m (5,5% del PIB), nivel ligeramente superior en dólares al observado en el mismo período del año anterior (USD 4.218 m, 4,4% del PIB). Esto implica una importante ampliación en términos del PIB, dado el efecto de la fuerte depreciación frente al dólar en la valoración del PIB nominal en tal divisa.

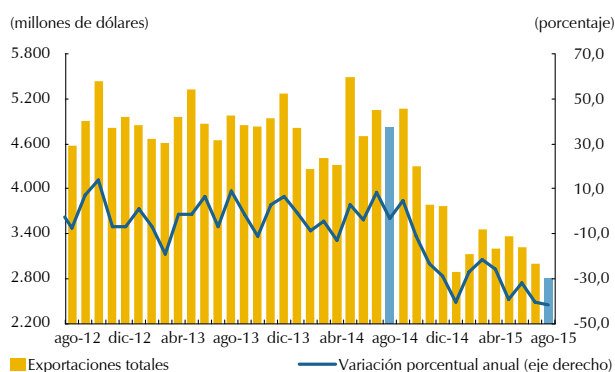
El balance externo del segundo trimestre refleja un significativo deterioro de la balanza comercial del país con respecto al año anterior, producto de una contracción del valor de las exportaciones en dólares (-31,2% anual), y una reducción de las importaciones (-16,4%). Lo anterior estuvo compensado por un menor déficit en el balance de servicios no factoriales, en particular por una reducción en las importaciones de servicios de transporte y empresariales. Igualmente, los menores egresos netos en la renta factorial, dada la reducción generalizada de las utilidades asociadas con la inversión extranjera directa, restaron presión al déficit.

En términos del financiamiento, en el segundo trimestre se registraron entradas netas de capitales (sin activos de reserva) por USD 4.206 m (5,3% del PIB), cifra inferior en USD 949 m a lo registrado en igual período un año atrás. Lo anterior refleja una reducción de 21,1% anual en los recursos de inversión directa neta y menores

En el segundo trimestre la balanza comercial siguió deteriorándose por la fuerte contracción de las exportaciones. Por su parte, hubo reducciones en los egresos netos por servicios y en la renta de los factores.

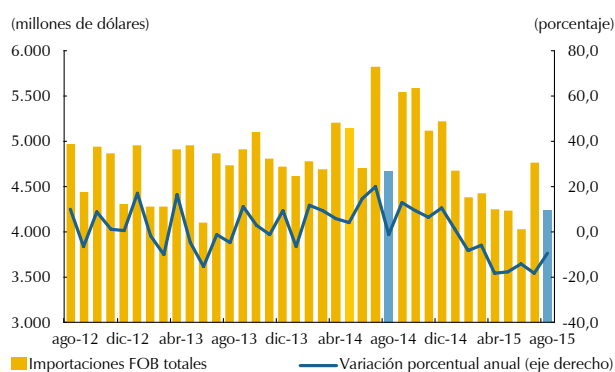
entradas de capital por inversión de cartera neta (-11,1% anual). En particular, la inversión extranjera directa (IED) hacia el sector petrolero disminuyó 44,7% anual durante el segundo trimestre y la dirigida al sector minero (diferente de petróleo) se redujo en 59,5%, mientras que la destinada al resto de sectores creció 6,8%. Los recursos provenientes de otra inversión (préstamos y otros créditos) también disminuyeron durante este período (17,4%), debido a un menor endeudamiento neto tanto del sector público como del privado.

Gráfico 16
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 17
Importaciones FOB totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Al comparar el balance externo con los resultados del primer trimestre, es importante destacar que en el segundo trimestre el déficit en dólares de la cuenta corriente fue menor en USD 829 m. Esto se explica por una reducción de los egresos netos en el balance de bienes y servicios no factoriales, principalmente por la reducción de las importaciones. El déficit en la renta de factores fue ligeramente superior al registrado en el trimestre anterior. Adicionalmente, el déficit en el balance externo del segundo trimestre fue mayor al estimado en el pasado *Informe sobre Inflación*, e implica una corrección del desbalance externo más lenta que la esperada durante el año.

Los datos disponibles de comercio exterior para el bimestre julio-agosto sugieren que durante el tercer trimestre habría ocurrido una ampliación del déficit en el balance comercial, debido a una caída de las exportaciones mayor a la estimada, en un escenario de reducciones adicionales no esperadas en los precios de los productos básicos y restricciones al comercio impuestas por algunos socios comerciales. En particular, las exportaciones totales en dólares en dicho bimestre cayeron en promedio 42,8% con respecto al año anterior (Gráfico 16), afectadas principalmente por las menores ventas de productos de origen minero (petróleo: -60,5%; carbón: -37,4%; refinados: -70,4%, y ferróniquel: -37,4%), sumadas a reducciones en el resto de productos (origen agrícola: -5,3%, e industriales: -10%). Por su parte, el valor de las importaciones FOB⁴ cayó 14,3% en términos anuales (Gráfico 17) (véase sombreado, p. 27).

4 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB (*free on board*) de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF (*cost, insurance and freight*), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de USD 4.703 m durante julio y agosto de 2015, con una reducción de 14,4% anual.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES PARA EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2015 Y LO CORRIDO DEL TERCERO

Durante el segundo trimestre de 2015 se registró una caída de las exportaciones totales de 32,6% respecto al año anterior, debido a menores ventas externas de bienes de origen minero, agrícola e industriales, las cuales se contrajeron en 43,3%, 13,9% y 3% anual, respectivamente. En el primer grupo se observaron caídas generalizadas en el valor exportado de todos los productos, siendo la disminución más fuerte la registrada en el grupo de refinados del petróleo, con una variación anual de -49,9%, atribuible, en gran medida, a la reducción de los precios de los hidrocarburos. Las exportaciones de petróleo, por su parte, cayeron 44,4% anual, dada la pronunciada reducción en el precio internacional (que registró en este período una contracción de 43,7% anual en el promedio). Por otro lado, la caída en las exportaciones de bienes agrícolas refleja las disminuciones en las ventas de todos los productos de este grupo (-17%, -16,3% y -10,5% para flores, banano y café, en su orden).

Las exportaciones industriales¹ se vieron perjudicadas, principalmente, por la reducción en las ventas externas de carne, textiles, manufacturas de cuero y minerales no metálicos. Por destinos, el más afectado fue el comercio con Venezuela, donde se registró una caída de 27,7% anual en las exportaciones industriales a este país, mientras las ventas hacia Ecuador y los Estados Unidos se redujeron en 10,4% y 0,4%, respectivamente. Por el contrario, las ventas a otros destinos mostraron un aumento del orden del 3,7% anual durante el segundo trimestre.

Por su parte, las importaciones en dólares cayeron 16,9% anual en el segundo trimestre, hecho explicado por una disminución en las compras externas en todos los grupos de productos. Las importaciones de bienes intermedios registraron una disminución de 19% anual, resultado de la fuerte reducción del valor de las compras de combustibles y lubricantes (-35,2%), sumado a la caída observada para las materias primas para la industria (-14,3%) y para la agricultura (-3,8%). Las compras externas de bienes de consumo registraron una disminución de 12,8% anual, con una caída de los bienes durables y no durables (de 16,7% y 8,5%, respectivamente). Por último, las importaciones de bienes de capital registraron una reducción de 16,7% anual, explicada por las caídas en las compras de equipo de transporte (-25,7%), materiales de construcción (-16,4%) y bienes de capital para la industria y la agricultura (-12,6% y -6,1% respectivamente).

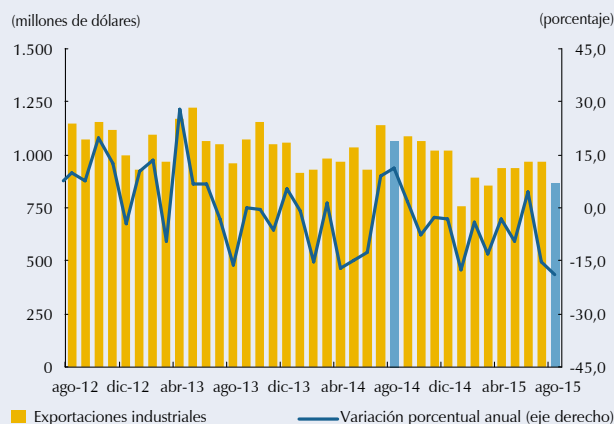
1 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores; y representan el 29% del total exportado en dicho período. Las exportaciones de la industria manufacturera representan el 95,4% de este grupo.

Durante el bimestre julio-agosto de 2015 las exportaciones en dólares mostraron de nuevo una fuerte caída (-41,1%), atribuible a una reducción generalizada de las ventas externas en todos los grupos de bienes. De manera particular, en este período se destaca la importante disminución de las exportaciones de origen minero (-53,1%), resultado de los bajos precios internacionales de cotización de estos productos. Así, se observaron disminuciones de las exportaciones de refinados de petróleo y petróleo crudo (-61,3% y -58,8%, respectivamente), ferroníquel (-43,4%), carbón (-37%) y oro (-18,6%).

Con relación a las exportaciones industriales, entre julio y agosto se observó una disminución de las ventas externas de estos productos de 16,9% anual (Gráfico A). Lo anterior refleja una caída en las exportaciones no tradicionales hacia todos los destinos, exceptuando los Estados Unidos, destino que registró un crecimiento anual de 8,7% (Gráfico B). Durante el bimestre las ventas de productos industriales a este país representaron un 17,6% del total de exportaciones de este grupo. Son importantes las caídas anuales en las exportaciones durante el bimestre hacia Venezuela (-50,1%) y Ecuador (-34,9%).

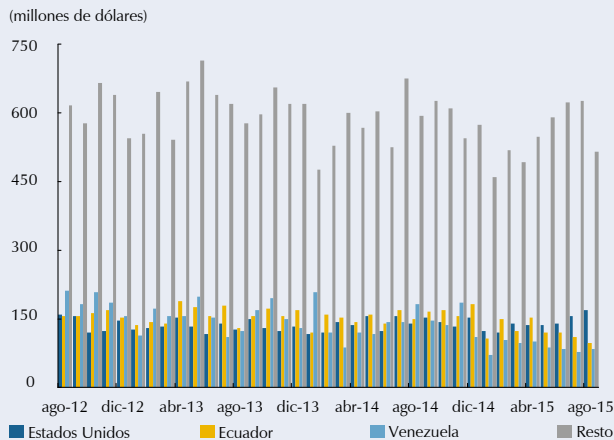
Por su parte, las exportaciones de bienes de origen agrícola registraron una reducción de 2,7% anual durante dicho bimestre, con una caída en el valor de las exportaciones de todos los productos de este grupo, salvo café, que creció un 2,5%. Por el contrario, las ventas de banano y flores registraron caídas de 16,3% y 6,4%, respectivamente.

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



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

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

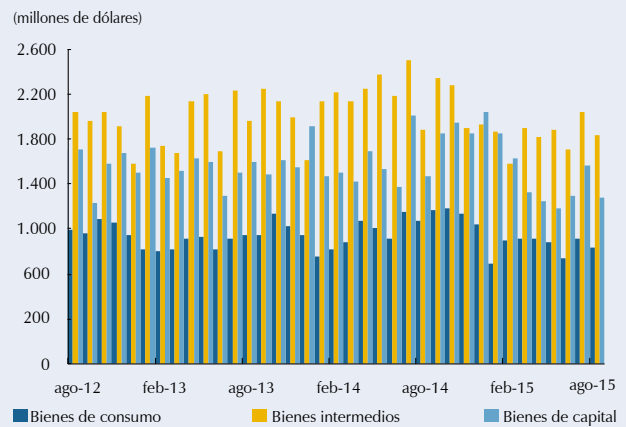


a/ No considera café, derivados del petróleo, ferróniquel, oro, banano ni flores.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En este mismo período las importaciones FOB en dólares reportaron una contracción anual de 14,3%. Esta reducción está asociada con caídas en el valor exportado de todos los tipos de bienes. Las compras externas de bienes de consumo cayeron 18,2% anual, hecho que se explica con la contracción de 27,7% en bienes durables y de 7,3% en bienes no durables. Al comportamiento de las importaciones de bienes durables contribuyeron en su mayoría las disminu-

ciones en máquinas de uso doméstico (-37,2%) y vehículos (-20,3%), mientras que para el caso de los bienes no durables las principales contribuciones fueron las disminuciones en productos alimenticios (-18,2%) y vestuario (-22,1%). Con respecto a las importaciones de bienes intermedios, cayeron 10,5%, resultado relacionado, en parte, con la disminución en los precios de combustibles y lubricantes. Finalmente, las compras de bienes de capital se redujeron en 16,5%, caída que se explica por los retrocesos en equipo de transporte (-31,2%), bienes de capital para la industria (-10,5%) y materiales de construcción (-7,9%) (Gráfico C).

Gráfico C
Importaciones por tipo de bienes (FOB)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Al igual que lo observado en el primer semestre del año, se espera que para el tercer trimestre se mantenga la tendencia de reducción en el déficit de servicios no factoriales (reflejo de menores gastos asociados con el comercio internacional) y en los egresos netos por la renta factorial. Esto último debido al impacto que sobre las utilidades petroleras tiene la caída adicional en los precios del petróleo y los choques de oferta sufridos por el sector en el tercer trimestre. A esto se suma el efecto de la fuerte depreciación de este período sobre las utilidades del resto de sectores. Por su parte, en los últimos meses los ingresos netos por transferencias corrientes han mostrado un importante crecimiento, impulsados por una significativa recuperación de las remesas de trabajadores (30,7% en el tercer trimestre), provenientes en especial de los Estados Unidos y de la zona del euro.

La información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria⁵ sugiere que en el tercer trimestre siguieron reduciéndose los recursos por

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

IED que entran al país, en especial aquellos destinados al sector petrolero. Una caída aun mayor se observa en la inversión extranjera de portafolio del sector privado frente a lo observado un año atrás, cuando hubo un aumento importante en estos recursos debido a la recomposición de los índices de deuda pública emergente de JP Morgan. Sin embargo, esta reducción es menor que la estimada un trimestre atrás por una importante entrada de recursos de portafolio registrada en agosto. Por su parte, en el tercer trimestre se sumaron recursos externos dirigidos hacia el sector público, producto de la colocación de bonos por USD 1.500 m por parte del gobierno nacional⁶.

Dado lo anterior, la estimación del déficit de la cuenta corriente para todo 2015 que se presenta en este *Informe* es superior a lo proyectado tres meses atrás, y como porcentaje del PIB se mantiene por encima de lo registrado en 2014. El mayor déficit proyectado está asociado principalmente con una ampliación del desbalance externo de bienes, superior a lo esperado. Así, en el escenario más probable, el déficit de la cuenta corriente estaría alrededor del 6,2% del PIB (Cuadro 3). Esta cifra lleva implícita una reducción del déficit a USD 18.441 m (frente a los USD 19.580 m de 2014), que resulta compensada por un efecto de valoración del PIB en dólares de 1,6 pp, dada la depreciación estimada para el promedio del año.

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

	2011	2012	2013 (pr)	2014 (pr)	2015 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	(9.710)	(11.306)	(12.367)	(19.580)	(18.441)
Porcentaje del PIB	(2,9)	(3,1)	(3,3)	(5,2)	(6,2)
A. Bienes y servicios	935	(858)	(2.763)	(11.268)	(16.211)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(15.479)	(15.027)	(14.198)	(12.670)	(7.529)
C. Ingreso secundario (transferencias corrientes)	4.834	4.579	4.594	4.358	5.300
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(8.925)	(11.754)	(11.845)	(19.640)	(17.994)
Porcentaje del PIB	(2,7)	(3,2)	(3,1)	(5,2)	(6,0)
A. Inversión directa (ii - i)	(6.228)	(15.646)	(8.557)	(12.252)	(9.422)
i. Extranjera en Colombia (IED)	14.648	15.039	16.209	16.151	12.963
ii. Colombiana en el exterior	8.420	(606)	7.652	3.899	3.542
B. Inversión de cartera	(6.090)	(5.690)	(6.978)	(11.654)	(6.820)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(349)	4.176	(3.257)	(170)	(2.147)
D. Activos de reserva	3.742	5.406	6.946	4.437	395
Errores y omisiones (E y O)	785	(448)	522	(59)	447

(pr): preliminar; (proy): proyección.
Fuente: Banco de la República

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

6 El 21 de septiembre la nación consiguió recursos de financiamiento para la vigencia 2016 mediante la emisión y colocación de un nuevo bono global a diez años por un monto de USD 1.500 m, con vencimiento en enero de 2026, cupón de 4,50% y a una tasa de 4,653%.

El déficit de la cuenta corriente para todo el 2015 es superior al estimado tres meses atrás debido al mayor desbalance comercial observado en lo corrido del año.

El resultado anterior es coherente con los escenarios de crecimiento de los socios comerciales y de los precios de los bienes básicos, explicados en la sección anterior, y de las estimaciones de la demanda interna, detalladas más adelante en este *Informe*. La revisión a la baja de los precios promedio para el año del petróleo, el café y el ferroníquel acentuó la caída de las exportaciones tradicionales para todo el año, frente a lo estimado un trimestre atrás⁷. Igualmente, se revisó a la baja el pronóstico de exportaciones de productos industriales, teniendo en cuenta el posible impacto de las restricciones al comercio impuestas por algunos socios. De esta manera, en el escenario central las exportaciones totales (en dólares) caerían cerca de un 29,5%.

Por su parte, se estima una significativa reducción de las importaciones, en particular para el cuarto trimestre, resultado de una demanda interna menos dinámica y la reducción generalizada de los precios internacionales en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios (combustibles y derivados), comportamiento que se ha venido observando con los datos de comercio disponibles a agosto. En este contexto, las importaciones en dólares registrarían una contracción alrededor del 16% para todo 2015.

La reducción de las compras externas estará 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 la reducción de importaciones asociadas con los servicios de fletes y turismo; y menores egresos netos por renta de factores, reflejo de la caída en las utilidades del sector minero-energético y los efectos de la depreciación y la desaceleración económica sobre el resto de sectores.

A pesar del dinamismo en la IED de algunos sectores distintos al petrolero y minero en lo corrido del año, para todo 2015 se estima una fuerte reducción de este tipo de inversión por el choque en los sectores de minería y petróleo.

Por el lado de la cuenta financiera, se estima que para el resto del año los flujos de IED hacia el sector minero-energético se mantengan en niveles bajos frente a lo observado en años anteriores. Para el resto de sectores se estima que los recursos de financiación directa se seguirían moderando debido a la desaceleración económica, con excepción de algunos sectores específicos que han mostrado dinamismo en la primera parte del año (manufacturas, comercio, restaurantes, hoteles y construcción). Adicionalmente, la inversión directa neta se estima menor en el segundo semestre del año, dados los anuncios de importantes inversiones de colombianos en el exterior para este período. Así, para todo el año se estiman recursos netos de inversión directa por USD 9.422 m, que reflejan una disminución de los recursos de IED de 19,7% anual, compensada parcialmente por menores inversiones directas de colombianos en el exterior frente a lo registrado un año atrás.

⁷ Se estiman expansiones de los volúmenes exportados para el petróleo y el café (1,0% y 10,2%, respectivamente), consistentes con las proyecciones de crecimiento de su producción, y en el caso del café, superior a la esperada hace tres meses. Por su parte, se revisó a la baja la estimación de los volúmenes exportados de carbón para 2015, con lo que se espera una contracción del 4,3%. Así, en el escenario central las exportaciones de los principales productos caerían cerca de 38% (en dólares).

Para 2015 se estima un déficit de la cuenta corriente que se ubicaría entre 5,7% y 6,8% del PIB, con cifra más probable en 6,2%.

Por su parte, los flujos de inversión de cartera o portafolio se mantendrían estables en el segundo semestre frente a lo observado en la primera parte del año. Lo anterior significa una disminución de los recursos de financiación por este concepto en relación con lo registrado en 2014, cuando ocurrió la recomposición de los índices de deuda pública emergente de JP Morgan en favor de los títulos colombianos. Lo anterior será parcialmente compensado por mayores recursos provenientes de otra inversión, en particular créditos obtenidos por el sector público no financiero.

En este *Informe*, se consideraron escenarios alternos a la proyección central de la balanza de pagos para 2015 con base en diferentes supuestos sobre las condiciones de financiamiento internacional y de crecimiento interno. En el escenario en que estas sigan siendo amplias, con un crecimiento de la economía alrededor del límite superior del rango de pronóstico, el déficit en la cuenta corriente sería de 6,8% del PIB. Por el contrario, con un menor financiamiento internacional y un crecimiento de la economía más bajo (límite inferior) se obtiene un déficit de 5,7% del PIB.

Para 2016 se proyecta un menor déficit en la cuenta corriente tanto en dólares y como proporción del PIB (alrededor de 5,8%). Esto estaría asociado principalmente con un menor déficit en la balanza comercial de bienes, de la mano de un panorama algo más favorable para los precios de los principales productos de exportación, una recuperación de los principales socios comerciales y el efecto de la entrada en producción en pleno de la Refinería de Cartagena (Reficar) sobre las exportaciones e importaciones de combustibles. En efecto, Reficar anunció recientemente el inicio de sus operaciones, programado para el 10 de noviembre. De acuerdo con dicha información, la producción de la refinería se irá adelantando de manera gradual hasta alcanzar su máxima capacidad en marzo de 2016. En este escenario se estima que la reapertura de la refinería con el nuevo esquema de producción tendría un efecto neto positivo en el balance comercial de 2016 de alrededor de USD 800 m. El déficit estaría financiado principalmente por recursos de IED, que se estiman algo mayores a los proyectados en 2015 gracias a la leve recuperación de los ingresos petroleros y a algunos recursos adicionales asociados con la iniciación de las obras de infraestructura de cuarta generación en el país. Se espera una reducción adicional en los flujos de inversión de cartera, préstamos y otra inversión.

Recuadro 1

EXPORTACIONES NO TRADICIONALES EN COLOMBIA: HECHOS, TENDENCIAS E HIPÓTESIS

Juan Pablo Cote
Juan Sebastián Rojas
Jhon Edwar Torres*

1. Introducción

Una de las consecuencias de la crisis financiera de 2008 fue la contracción generalizada del comercio internacional. Para el caso colombiano, los índices de cantidades exportadas se contrajeron entre 2008 y 2009, al igual que las tasas de crecimiento anual de este índice. Aunque después de la crisis los indicadores para Colombia mostraron recuperaciones significativas, las cifras señalan que para períodos recientes sus tasas de expansión promedio son inferiores a las que se registraban antes de la crisis, y este bajo dinamismo es más acentuado en el caso de las exportaciones no tradicionales¹. Este patrón de comportamiento es similar al observado en las cantidades exportadas en el mundo. El presente recuadro describe las tendencias generales de las exportaciones colombianas antes y después de la crisis, basándose en índices de cantidades exportadas. El ejercicio hace hincapié en las exportaciones no tradicionales y explora algunas posibles explicaciones al hecho de que su recuperación no fue total en el período poscrisis.

2. Un análisis comparativo del comercio de Colombia y del mundo antes y después de la crisis

Entre enero de 2005 y enero de 2007 el crecimiento anual promedio del índice de volumen de exportaciones de Colombia fue de 6,5%. Durante la crisis económica (enero de 2008-enero de 2010), dicha tasa cayó a un promedio de 2%.

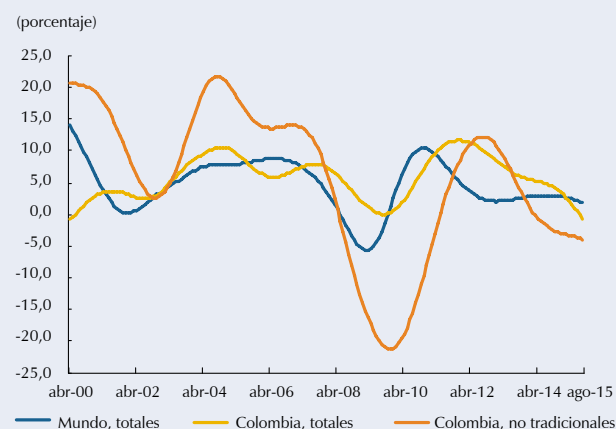
En el período que siguió a la crisis, las tasas de crecimiento de las cantidades exportadas en Colombia tendieron a recuperarse de una forma relativamente rápida. El gráfico R1.1, en el cual se muestra la tendencia² de la variación anual del índice de cantidades exportadas, permite ver que el volumen exportado registró una aceleración en el crecimiento entre mediados de 2009 y finales de 2011. Por otro lado, el crecimiento de las exportaciones no tradicionales, que se

vio significativamente más afectado por la crisis económica que el total de exportaciones, exhibió una tendencia al alza mucho más marcada entre comienzos de 2010 y mediados de 2011, como lo señala el mismo gráfico.

Sin embargo, en períodos más recientes las cifras no dan cuenta de una recuperación completa del comercio. Así, entre enero de 2014 y agosto de 2015 la tasa de crecimiento promedio de las exportaciones colombianas fue de 3,6%. Para el grupo de las exportaciones no tradicionales este valor fue de -3,2%, muy por debajo del ritmo promedio de crecimiento anual de las exportaciones de este grupo entre enero de 2005 y enero de 2007 (13%). Se observa, en consecuencia, que en años más recientes se registran tasas de crecimiento promedio significativamente inferiores a las registradas antes de la crisis.

En el mundo la tendencia de las cantidades exportadas ha sido similar. Entre enero de 2005 y enero de 2007, antes de la crisis, el promedio de la tasa de crecimiento anual del índice de volumen de exportaciones globales fue de 7,4%. En contraste, en el período comprendido entre enero de 2008 y enero de 2010 (durante la crisis económica), dicha tasa fue de -3,9%³. Después de la crisis, se registró una recuperación significativa en el volumen del comercio global, como se observa en el gráfico R1.1. No obstante, dicha recuperación fue seguida por una desaceleración en el crecimiento de las

Gráfico R1.1
Tendencia del crecimiento anual del volumen de exportaciones



Nota: la tendencia se obtiene mediante un Filtro de Hodrick-Prescott.
Fuentes: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y DANE; cálculos del Banco de la República.

* Los autores son, en su orden, profesional y profesionales especializados del Departamento de Inflación y Programación. Las opiniones y resultados aquí presentados no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Total de exportaciones sin productos mineros ni agrícolas.

2 Obtenida a partir de un filtro de Hodrick y Prescott aplicado a la serie original.

3 En enero de 2009 se registró la tasa de crecimiento anual más baja del índice de cantidades exportadas global en la última década, al situarse en -20,1%.

cantidades exportadas en meses posteriores. Para el período comprendido entre enero de 2014 y agosto de 2015, una ventana más reciente, dicho valor fue de 2,7%. Estas cifras indican que el comercio mundial crece a tasas promedio más bajas ahora a como lo hacía antes de la crisis de finales de la década pasada, comportamiento que es semejante al de las exportaciones colombianas.

Adicionalmente, para el caso colombiano es posible analizar los niveles de las cantidades exportadas desagregándolas por sectores. Este ejercicio señala que la recuperación de los niveles de las exportaciones totales estuvo atada al comportamiento de las cantidades exportadas del sector minero. En contraste, las ventas del sector agrícola no presentaron una recuperación significativa y las ventas al exterior no tradicionales solo alcanzaron niveles comparables con los que se tuvieron en 2004 (Gráfico R1.2).

3. Comportamiento de las exportaciones no tradicionales en Colombia

A continuación se presenta un análisis detallado de la evolución de los índices de cantidades de ventas externas no

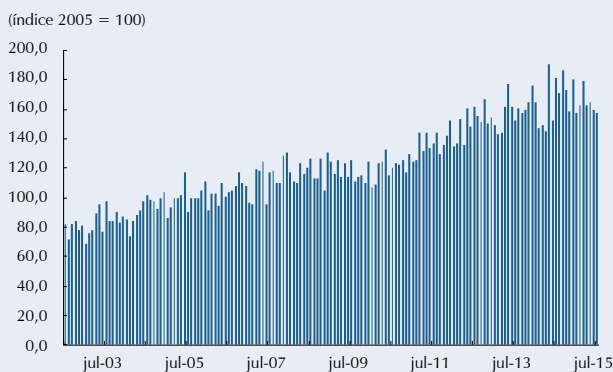
tradicionales separando la variable por sectores y destinos, buscando con ello algunas explicaciones al comportamiento observado poscrisis⁴. Estos indicadores de volúmenes se construyeron deflactando las exportaciones en dólares con un índice encadenado de precios implícitos específico para cada sector⁵.

El bajo nivel en las cantidades exportadas de bienes industriales se observa en la mayoría de los sectores en años más recientes. Se destaca, en particular, lo ocurrido en textiles y confecciones, cuyos niveles de exportaciones después de la crisis fueron incluso más bajos que los registrados en 2002 y continúan estancados en estos niveles. A dichos sectores se suma lo ocurrido con manufacturas de cuero, sector que presenta un comportamiento bastante similar. Por otro lado, se tienen casos como los de alimentos y bebidas, minerales no metálicos y manufacturas de metal, cuyas cantidades ex-

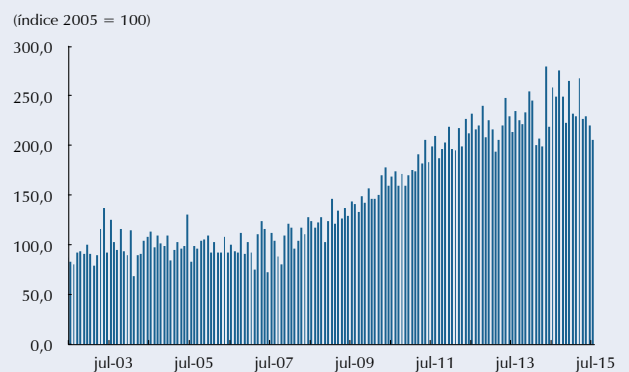
-
- 4 Los resultados para los diferentes destinos, por sectores, se hallan en el enlace del anexo estadístico del Recuadro 1.
 - 5 Los detalles sobre la construcción de los índices de precios se encuentran en Garavito *et al.* (2011).

Gráfico R1.2
Índice de cantidades de exportaciones

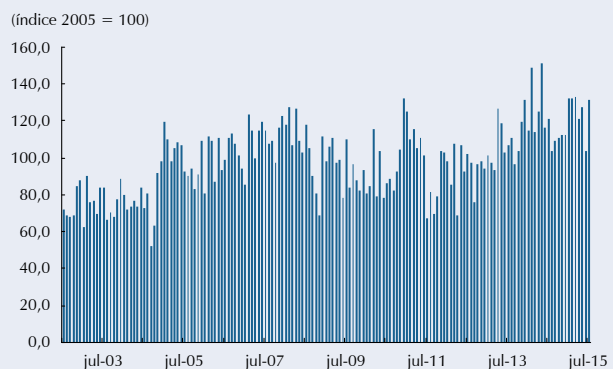
A. Totales



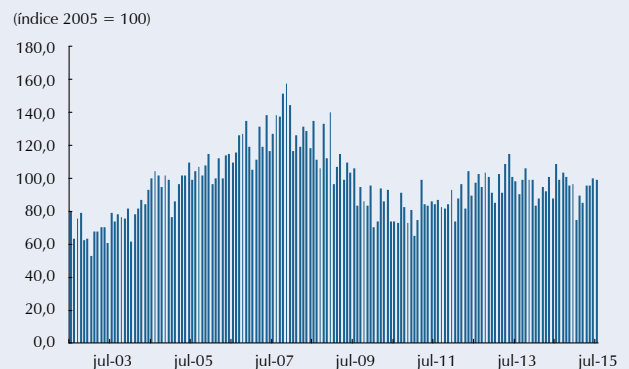
B. Mineras



C. Agrícolas



D. No tradicionales



Fuente: DIAN-DANE; cálculos del Banco de la República.

portadas alcanzaron a tener una leve recuperación, pero se quedaron estancadas en niveles solo comparables con los que se tenían a comienzos de la década pasada. Los datos de automóviles son reflejo del *boom* comercial que se tuvo con Venezuela antes de la crisis, y las posteriores ventas extraordinarias que se hicieron hacia México y Argentina.

En lo relacionado con los destinos, es de particular importancia analizar la evolución de los indicadores de ventas externas hacia Venezuela, los Estados Unidos y Ecuador, dada su relevancia en el comercio exterior no tradicional colombiano.

El caso de Venezuela es particularmente dramático pues las restricciones comerciales impuestas afectaron el flujo comercial de la mayoría de los sectores hacia este destino. De hecho, solo parece haber una recuperación en las exportaciones de productos químicos, mientras los demás sectores muestran estancamiento o recuperaciones de muy corto aliento.

Hacia los Estados Unidos el panorama también es desfavorable, ya que los datos presentan un estancamiento en niveles bajos después de la crisis para la mayoría de los sectores y, solo en algunos casos, puede hablarse de recuperación a niveles precrisis (caucho y plástico y productos químicos).

Respecto a Ecuador, las exportaciones en cantidades muestran en general un estancamiento, destacándose el muy bajo dinamismo de las confecciones y de los bienes textiles. Pese a esto, las ventas de productos químicos y maquinaria y equipo se presentan como una excepción, puesto que mostraron un buen desempeño después de la crisis. No obstante, es importante mencionar que las exportaciones hacia dicho país se han visto afectadas recientemente por barreras no arancelarias, por lo cual no se espera una recuperación de las ventas a ese destino en el corto plazo.

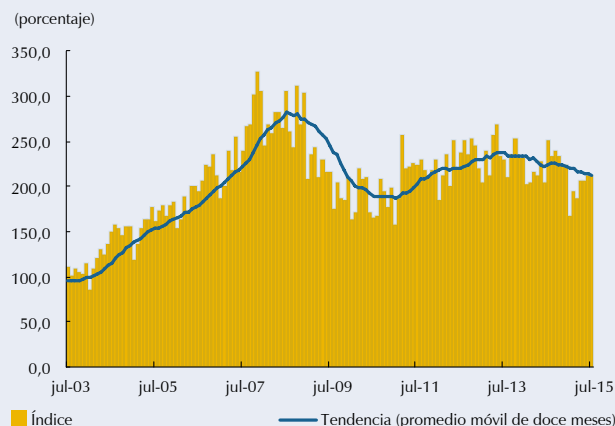
3 Posibles explicaciones a este comportamiento

El principal factor que explicaría porqué las exportaciones no tradicionales no han recuperado los niveles alcanzados antes de la crisis son las restricciones impuestas por Venezuela al comercio colombiano a comienzos de 2008. El gráfico R1.3 muestra el índice de cantidades de las exportaciones no tradicionales con y sin el país vecino. Se puede observar que al excluir a este socio comercial, las cantidades de las ventas al exterior de productos no tradicionales recuperaron en 2012 los niveles de 2006 para luego mantenerse estancadas.

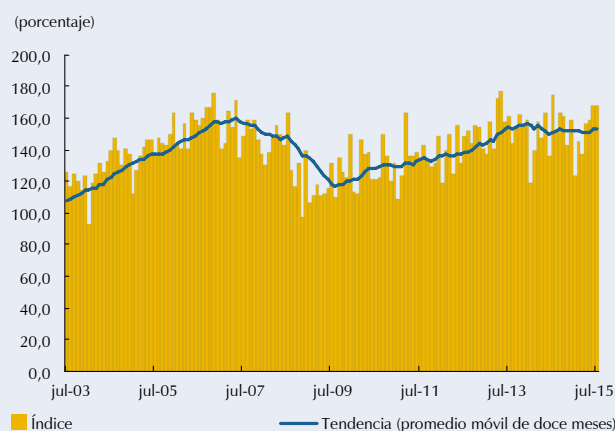
Una hipótesis que podría explicar el estancamiento de las exportaciones no tradicionales de Colombia en los últimos años es la que postula que las ventas hacia Venezuela no fueron reemplazadas por otros destinos. Según Montes *et al.* (2008), en 2006 muchas industrias habían puesto todos sus

Gráfico R1.3
Índice de cantidades de las exportaciones no tradicionales de Colombia

A. Con Venezuela



B. Sin Venezuela



Fuente: DIAN-DANE; cálculos del Banco de la República.

esfuerzos para atender el mercado venezolano, quedando de esta manera expuestas al ciclo de la demanda venezolana. De hecho, como lo señalan estos autores, la participación de Venezuela en las importaciones colombianas pasó (en dólares) de 9,9% en 2000 a 15,3% en septiembre de 2007. Al desagregar por productos, en 2006 los sectores que registraban mayor dependencia del mercado venezolano eran textiles, confecciones, alimentos, bebidas y automotores, los cuales han mostrado bajos crecimientos o se encuentran estancados en los años más recientes. De otro lado, Esguerra *et al.* (2010) concluyen que la relación comercial que se estableció no tenía un carácter de sostenibilidad en el largo plazo, ya que las empresas que establecieron vínculos comerciales con el vecino país, en general, eran empresas sin experiencia exportadora y que incursionaron en el negocio de las ventas al exterior solo para aprovechar algunas ventajas que ofrecía el mencionado destino y, en especial, su ciclo de alta demanda impulsado por un elevado precio del petróleo. Es decir, se trataba de empresas que se enfo-

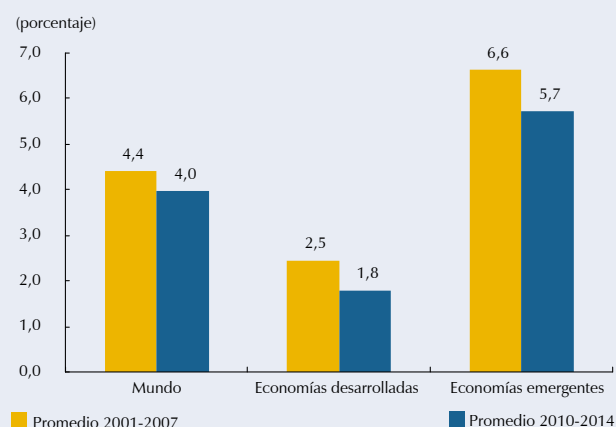
caban en la producción para el mercado interno y ante el choque no tuvieron la capacidad de exportar sus productos a nuevos países.

Otra de las posibles explicaciones al poco dinamismo de las exportaciones no tradicionales, adicional al caso de Venezuela, tiene que ver con una posible sustitución de los bienes colombianos por productos importados de otros países⁶. El Cuadro R1.1 presenta la comparación de los promedios antes y después de la crisis financiera global de la participación de las importaciones provenientes de Colombia como porcentaje de las importaciones totales de cada una de estas economías, excluyendo los productos tradicionales de exportación colombianos. La información disponible sugiere que en Ecuador y Perú se ha presentado este fenómeno, mientras que en los demás socios comerciales no hay variaciones considerables. Al desagregar por productos dentro de los países en donde los productos no tradicionales de Colombia habrían experimentado una sustitución, se observa que los alimentos y las manufacturas textiles son los que explican, en gran parte, dicho fenómeno y entre esos bienes ha aumentado la participación de otros países de América Latina (en especial Brasil, Argentina y Chile) y de China como lugares de origen de estas importaciones. Como Ecuador impuso recientemente restricciones al comercio con Colombia, la tendencia podría acentuarse durante los próximos meses.

Una hipótesis adicional supone que las exportaciones no tradicionales colombianas se habrían visto afectadas por una menor demanda externa, como consecuencia del menor crecimiento económico global que se presentó en los años

posteriores a la crisis, en comparación con lo observado en la primera parte del siglo. Este comportamiento se observó tanto en las economías emergentes, como en las desarrolladas (Gráfico R1.4). Al analizar el crecimiento promedio de los socios comerciales para Colombia (ponderado por comercio no tradicional) se observa que la expansión promedio entre 2001 y 2007 fue de 4,3%, la cual es superior al 3,6% registrado entre 2010 y 2014. De esta forma, el menor dinamismo en la actividad económica internacional debió representar un obstáculo para las ventas externas del país. Si se considera que las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales para los siguientes años son relativamente bajas (0,7% para 2015 y 1,7% para 2016), este factor seguirá dificultando la recuperación de las exportaciones no tradicionales.

Gráfico R1.4
Crecimiento promedio del PIB real



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Cuadro R1.1
Participación de las importaciones provenientes de Colombia en el total de las importaciones no tradicionales para diferentes destinos

Principales socios	Promedio 2001-2007	Promedio 2010-2014
Venezuela	9,1	4,3
Ecuador	14,1	10,7
Perú	5,2	3,5
Estados Unidos	0,2	0,1
Zona del euro	0,0	0,0
México	0,2	0,2
China	0,0	0,0
Chile	1,2	1,8

Fuente: Naciones Unidas (Base de datos de Comercio- UN Comtrade); cálculos del Banco de la República.

6 Una explicación alternativa que está en la misma línea es que los bienes de importación desde Colombia fueron sustituidos en estos países por producción local. Sin embargo, no es posible profundizar en esta hipótesis a partir de los datos disponibles, y por ende no se explora en el presente recuadro.

Un elemento adicional que ayudaría a explicar el bajo dinamismo reciente de las exportaciones no tradicionales es el comportamiento de la tasa de cambio real del peso colombiano frente a las de sus principales socios comerciales. El Gráfico R1.5 muestra que después de la crisis se entró en un período prolongado de apreciación que pudo ser un obstáculo en el momento de intentar reemplazar el mercado venezolano. Este hecho, sumado al impacto de la crisis, pudo afectar la capacidad de producción y competitividad de la industria exportadora colombiana. Sin embargo, dada la depreciación del peso colombiano en el último año, se espera que esta devaluación impulse en alguna medida a las exportaciones no tradicionales en el mediano plazo.

Conclusiones

Como consecuencia de la crisis financiera de finales de la década pasada, las cantidades exportadas en el mundo y en Colombia se vieron afectadas de forma significativa. Si bien los índices de comercio muestran recuperaciones importantes para el período posterior a la crisis, las cifras en Colombia evidencian que esta recuperación ha sido solo parcial para

Gráfico R1.5
Índice de tasa de cambio real multilateral (IPC)



Fuente: Banco de la República.

las ventas no tradicionales hacia el exterior. Al desagregar estas últimas por destino, los bajos niveles se explican, en gran parte, por las restricciones comerciales que impuso Venezuela a los bienes colombianos y a la dificultad que tuvieron los productores para sustituir este destino. Adicionalmente, al excluir dicho país, se observa un estancamiento de las exportaciones no tradicionales en los años recientes, de manera especial hacia los Estados Unidos.

Una posible explicación a la recuperación incompleta de los volúmenes exportados por Colombia después de la crisis es la sustitución de importaciones en los destinos a los

que vende sus productos, la cual está soportada por las cifras de importaciones de Ecuador y Perú. Otra posible causa es la fase de apreciación del peso posterior a la crisis, que pudo tener un efecto sobre la capacidad productiva del país y la competitividad. Finalmente, una última razón potencial a este hecho es la menor demanda externa causada por el débil crecimiento económico de los socios comerciales de Colombia después de la crisis.

Bibliografía

- Garavito, A., López D. y Montes, E. (2011). "Aproximación a los índices de valor unitario y quantum del comercio exterior colombiano", en *Borradores de Economía* No. 680. Banco de la República, Bogotá.
- Esguerra, M., Montes, E., Garavito, A. y Pulido, C. (2010). "El comercio colombo-venezolano: características y evolución reciente" en *Borradores de Economía* No. 602. Banco de la República, Bogotá.
- Montes, E., Garavito, A., Pulido, C., Hernández, M. y Caballero, G. (2008). "El mercado venezolano en las exportaciones colombianas: dependencia de los exportadores en 2006" en *Borradores de Economía* No. 492. Banco de la República, Bogotá.

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

Durante el segundo trimestre del año el PIB de Colombia se expandió 3,0% anual frente al mismo período de 2014, algo por encima de lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República.

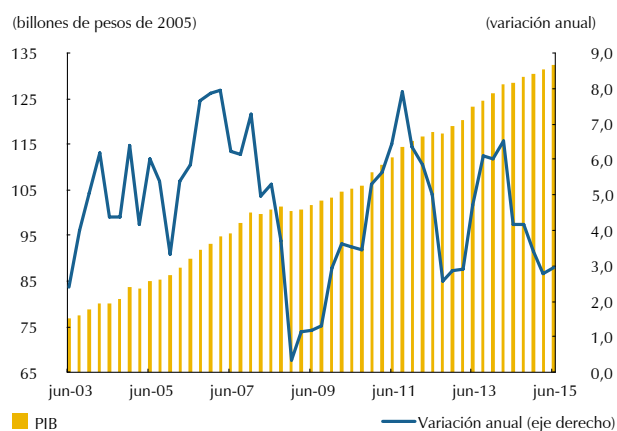
Los desempeños observados de la demanda interna y de los rubros de comercio exterior revelan una etapa de desaceleración gradual de la economía colombiana, consistente con nuevos niveles de términos de intercambio y de tasa de cambio nominal.

Para el tercer trimestre se espera que el crecimiento de la actividad real sea similar al observado durante la primera mitad del año. La demanda interna contribuiría a la expansión del PIB, mientras que las exportaciones netas habrían sido menos favorables.

Los sectores más dinámicos habrían sido el cafetero y el comercio. En contraste, la minería habría presentado un desempeño menos favorable.

A. EL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2015

Gráfico 18
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

De acuerdo con la publicación más reciente de las cifras de cuentas nacionales producidas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), durante el segundo trimestre de 2015 el producto interno bruto (PIB) creció a una tasa anual de 3,0% (Gráfico 18). Esta cifra, que se ubicó algo por encima del punto medio del rango de pronóstico presentado por el equipo técnico del Banco de la República en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 2,0% y 3,5%, con cifra más probable en el punto medio del intervalo), significó una leve aceleración con respecto al registro de los primeros tres meses del año. El crecimiento entre trimestres fue del 0,6%, lo que en términos anualizados corresponde a un incremento del 2,4%.

Estos resultados confirman que, afín con lo presentado en versiones anteriores de este *Informe*, la economía

colombiana está en una etapa de desaceleración gradual y que se está ajustando a una realidad consistente con un nuevo nivel de términos de intercambio. Esto, como respuesta a las condiciones macroeconómicas derivadas de la caída del precio de las materias primas, su efecto sobre el ingreso nacional y su impacto sobre los niveles y la volatilidad de la tasa de cambio nominal.

Así las cosas, la demanda interna registró una expansión menor que aquella reportada para los primeros tres meses del año, resultado de una desaceleración del consumo y de un ajuste importante de la inversión en bienes de capital transables. En contraste, el agregado de la inversión en construcción (que puede catalogarse como no transable) se aceleró, al expandirse a un ritmo superior al del resto de componentes del PIB (Cuadro 4).

Un análisis del comportamiento de los componentes de la demanda interna revela que el consumo, tanto privado como público, registró un menor ritmo de expansión frente a lo observado en el segundo trimestre. El menor dinamismo del consumo de los hogares estuvo relacionado, principalmente, con la desacelera-

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La expansión del consumo del Gobierno fue inferior a la registrado tres meses atrás.

ción de las compras de bienes semidurables y la caída de las de bienes durables. Es probable que estos resultados obedezcan a la transmisión de un mayor tipo de cambio, reflejada en el incremento de los precios internos de estos productos, toda vez que una parte importante del volumen comercializado de este tipo de bienes es importado. Para el caso del consumo del Gobierno, el crecimiento se ubicó por debajo de aquel registrado para los primeros tres meses del año, lo que a su vez confirma el ajuste de las cuentas fiscales de la nación, producto del choque de los términos de intercambio.

En la formación bruta de capital fijo se observó un comportamiento mixto: por un lado, la inversión en bienes de capital, como maquinaria y equipo y equipo de transporte cayó; mientras que, por el otro, la de construcción (tanto de edificaciones como de obras civiles) aportó a la expansión del PIB. El primer resultado fue consistente con lo esperado en la anterior publicación del *Informe sobre Inflación*, siendo esto una evidencia del ajuste de este tipo de gasto a la depreciación del peso frente al dólar y al retroceso de la inversión en el sector petrolero. Por su parte, la inversión en construcción de edificaciones y de obras civiles se expandió a un ritmo superior al del resto de la economía, como se señala en detalle más adelante.

Con respecto a las exportaciones e importaciones, en ambos casos se registraron caídas. Sin embargo, en términos de las exportaciones netas esto representó una contribución positiva a la expansión del PIB (Cuadro 4). La contracción de las exportaciones reales estuvo relacionada con el peor desempeño de las ventas al exterior de petróleo, carbón, minerales metálicos y productos refinados del petróleo. Adicionalmente, la mayoría de los productos en la categoría de exportaciones no tradicionales también registraron retrocesos, en parte, por algunas trabas comerciales que enfrentan los productos colombianos en los mercados internacionales y por una menor demanda externa de nuestros socios comerciales. Para el caso de las importaciones, las principales caídas las presentaron los rubros de maquinaria y equipo eléctrico, y equipo de transporte, siendo esto un reflejo de las dinámicas observadas para los rubros de inversión en bienes de capital transables.

Por ramas de actividad, los sectores que más crecieron durante el segundo trimestre de 2015 fueron la construcción (8,7%) y la minería (4,2%) (Cuadro 5). La única rama que reportó una contracción fue la industria (-1,3%). Se destaca la marcada desaceleración de la actividad de transporte y el menor dinamismo de los servicios financieros y los servicios sociales, comunales y personales, que venían contribuyendo de manera importante a la expansión del PIB.

En el segundo trimestre, los sectores más dinámicos fueron la construcción y la minería.

Dentro de la rama de la construcción, se destacó el desempeño sobresaliente tanto de las destinadas a edificaciones (9,1%) como a las obras civiles (8,7%), como se explicó previamente. En las primeras, el fuerte dinamismo se debió al comportamiento de las edificaciones no residenciales, que siguieron expandiéndose a tasas importantes (19,6%), en contraste con la caída de 0,6% en las edificaciones residenciales. En las segundas los grupos de carreteras (8,6%), de minería y tuberías (4,4%) y otras obras de ingeniería (23,9%) contribuyeron de manera significativa a la expansión de las obras civiles. Cabe señalar que en el

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

Sector	2014				2014 Año completo	2015		Contribuciones al crecimiento anual (II trim. 2015)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,2	0,3	1,9	0,8	2,3	1,7	2,5	0,2
Explotación de minas y canteras	5,4	(2,3)	(1,0)	(2,7)	(0,2)	0,5	4,2	0,3
Industria manufacturera	4,6	(1,6)	(1,1)	(0,8)	0,2	(2,2)	(1,3)	(0,2)
Electricidad, gas y agua	4,6	3,8	4,0	2,9	3,8	2,3	1,6	0,1
Construcción	14,1	8,7	10,9	6,1	9,9	4,7	8,7	0,6
Edificaciones	7,0	1,0	14,1	7,3	7,4	2,1	9,1	0,3
Obras civiles	24,4	14,8	6,6	4,2	12,0	6,7	8,4	0,3
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,4	4,2	4,4	4,4	4,6	5,0	3,8	0,5
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,8	4,4	4,2	3,2	4,2	2,9	0,5	0,0
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	5,4	5,5	4,5	4,1	4,9	4,2	3,6	0,7
Servicios sociales, comunales y personales	7,7	5,5	4,9	3,8	5,5	3,0	2,5	0,4
Subtotal valor agregado	6,5	3,9	4,0	3,1	4,4	2,7	2,9	2,7
Impuestos menos subsidios	7,4	8,6	7,3	8,0	7,8	4,3	3,5	0,3
PIB	6,5	4,2	4,2	3,4	4,6	2,8	3,0	3,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

grupo de carreteras y de otras obras de ingeniería los pagos efectuados por las entidades del orden territorial mostraron un incremento importante, 41,5% y 21,6%, respectivamente.

Con respecto a la minería, aunque se observó una recuperación importante, al pasar de 0,5% en los primeros tres meses del año a 4,2% en el segundo trimestre, en la rama se aprecian fuertes contrastes. Mientras que las producciones de petróleo y gas, y la extracción de minerales no metálicos reportaron incrementos de 5,4% y 15,1%, respectivamente, las de carbón y de extracción de minerales metalíferos cayeron 1,5% y 2,3%.

Pese a la desaceleración de las ventas al por menor en el segundo trimestre, el comercio mantuvo un crecimiento favorable. Esto obedeció en especial al comportamiento de los servicios de hotelería y restaurantes, que mostraron una expansión de 5,5%. Por su parte, los servicios financieros, cuya participación en el PIB es alta (19,7%), siguieron contribuyendo de manera importante al crecimiento económico, gracias a la aceleración de los servicios inmobiliarios, principalmente. No obstante, aunque dicho sector se expande por encima de la economía en su conjunto, lo hace por debajo de su promedio desde 2000 (4,5%) y muestra una tendencia a la desaceleración.

La industria presentó el peor desempeño dentro de las actividades productivas del PIB colombiano (-1,3%). Este resultado se explica, en parte, por la caída

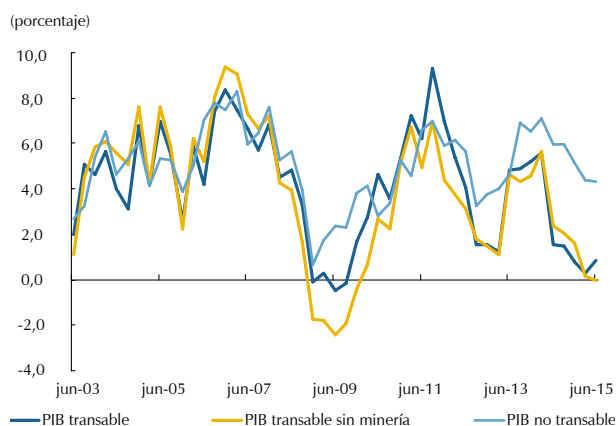
significativa de la refinación de petróleo (-6,4%), como consecuencia del cierre temporal de Reficar, el cual se inició el año pasado con el fin de modernizar sus plantas y así permitir la ampliación de la producción y la generación de un mayor valor agregado. Al excluir dicha subrama, el resto de la industria también reportó una caída menor que la mencionada para el agregado (-0,6%).

La heterogeneidad sectorial continúa siendo alta: mientras que ramas como la refinación de petróleo (-6,4%) e hilaturas y textiles (-12,4%) presentaron disminuciones importantes, otras, como elaboración de productos de café (18,7%) y maquinaria y suministro eléctrico (3,9%), mostraron expansiones significativas. Además, el resultado del segundo trimestre ocurrió en un contexto donde las exportaciones manufactureras cayeron 3,0% en dólares. Al parecer, el efecto de la depreciación

observada, que debería contribuir a mejorar la rentabilidad de la manufactura y la competitividad de los bienes localmente producidos frente a los importados, ha sido anulado por el débil crecimiento de los socios comerciales del país, en especial los de la región hacia donde se dirige un porcentaje apreciable de estas exportaciones. Adicionalmente, las salvaguardas comerciales impuestas por Ecuador desde el inicio del año también explicarían dicho deterioro.

En ese entorno, aunque el PIB de los sectores transables reportó una leve aceleración (de 0,3% a 0,9%), continuó con aumentos menores que los de la economía en su conjunto y de su promedio desde 2000 (3,8%); el PIB de los no transables, por su parte, mantuvo su ritmo de crecimiento (de 4,4% a 4,3%) y siguió mostrando una tasa de expansión por encima de toda la economía (Gráfico 19).

Gráfico 19
PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables
(crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

B. EL PIB DEL TERCER TRIMESTRE DE 2015

La información disponible para el tercer trimestre del año sugiere que el ritmo de expansión de la economía colombiana habría sido similar al observado durante la primera mitad del año. En este período se habría registrado un crecimiento del consumo privado a una tasa cercana a su promedio calculado desde 2001 (4,0%), mientras que el consumo público habría mostrado de nuevo un comportamiento mediocre. Con respecto a la inversión, se habrían registrado resultados mixtos: la formación bruta de capital en maquinaria y equipo y equipo de transporte mostraría nuevos retrocesos anuales (aunque de menor magnitud que los del trimestre anterior), mientras que aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles habría crecido a un ritmo mayor que el del resto de rubros del PIB. Según se deriva de las cifras disponibles más recientes, las exportaciones reales se contrajeron otra vez. Algo similar se espera para las importaciones (afín con el comportamiento de la demanda interna importada), aunque con un retroceso menor que el de las exportaciones.

La demanda externa no habría favorecido la expansión del PIB en el tercer trimestre.

Entre julio y septiembre los precios internacionales del crudo registraron nuevas caídas y se ubicaron en niveles inferiores a aquellos observados en promedio para el segundo trimestre. En este contexto, y en medio de una gran volatilidad, la tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar alcanzó valores históricamente altos. Así mismo, las cifras disponibles para nuestros socios comerciales sugieren que durante este trimestre y para lo que resta del año el crecimiento sería más débil que lo esperado en anteriores versiones de este informe. Ello, sumado a las trabas comerciales que enfrenta el país en algunos de los mercados internacionales, permite pensar que durante el tercer trimestre de 2015 la demanda externa no habría sido favorable para la expansión del PIB.

A pesar de lo anterior, en el tercer trimestre la mayoría de los indicadores relacionados con el comportamiento de la demanda interna muestran mejorías con respecto a los registros del segundo. Esto sugiere que en este trimestre los efectos reales del nuevo choque a los términos de intercambio sobre el ingreso disponible de los hogares habrían sido menores que los contemplados en el anterior *Informe sobre Inflación* o que aún no se habrían manifestado.

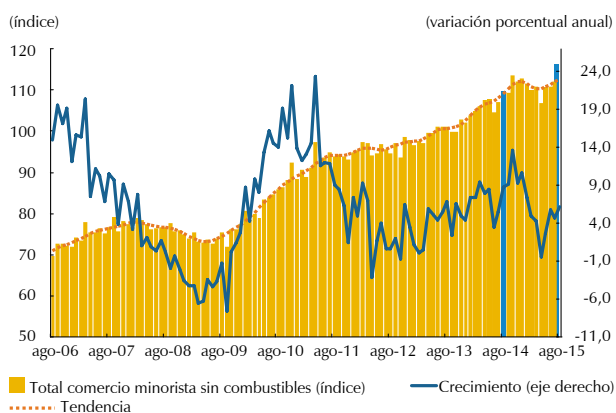
Asimismo, es posible que otros factores hayan ejercido un papel compensador. Por ejemplo, las cifras en dólares de transferencias corrientes (netas) por concepto de remesas de trabajadores se han incrementado de manera importante, lo que, sumado a la alta depreciación de la tasa de cambio nominal, mejoró el ingreso nominal de las familias receptoras de remesas. Adicionalmente, las caídas de los precios internacionales de los bienes importados habrían aliviado, en parte, los fuertes retrocesos de las cotizaciones del crudo, del carbón, y de otros bienes primarios exportados por Colombia.

Entrando en detalle, según la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en agosto el comercio minorista se expandió 6,2% frente al mismo mes de 2014, lo que representó una aceleración con respecto a los registros del segundo trimestre

(Gráfico 20). Al descontar las ventas de vehículos, el incremento del agregado restante fue aún mayor, lo que confirma el buen momento de las ventas al detal. Cabe señalar que, según lo reportado por algunas firmas del sector, la dinámica de agosto ocurrió en un contexto de rebajas y promociones, razón por la cual se identifica el buen desempeño del mes como algo atípico frente a los registros de años anteriores.

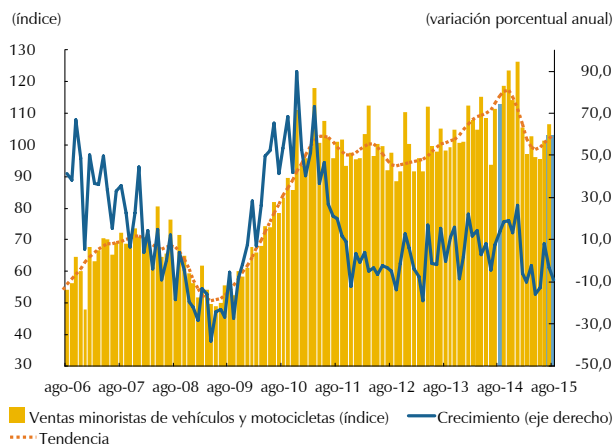
Por su parte, las ventas de vehículos y motocicletas no pasan por un buen momento. La EMCM del DANE muestra que en agosto se contrajeron 9,2% anual, lo que para el bimestre julio-agosto representó una contracción de 6,6% frente al mismo período del año pasado. A pesar de lo anterior, se observa una menor caída cuando se comparan frente a los registros del segundo

Gráfico 20
Encuesta mensual del comercio al por menor: ventas totales sin combustibles, desestacionalizado



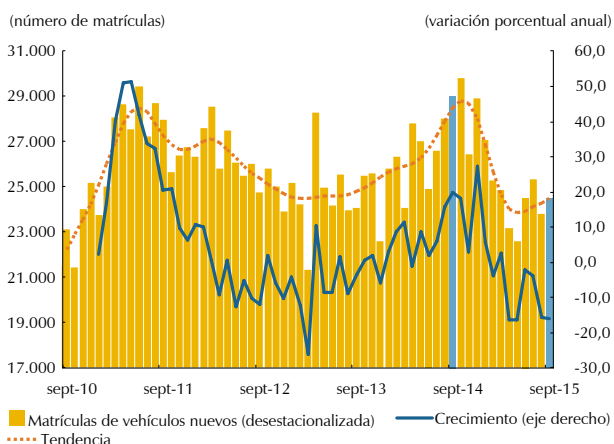
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 21
Encuesta mensual del comercio al por menor:
ventas de vehículos automotores y motocicletas,
desestacionalizado



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

Gráfico 22
Registro de matrículas de vehículos nuevos
(serie desestacionalizada)



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

trimestre (-7,7% anual). El componente tendencial de esta serie sugiere una recuperación frente a los niveles de meses anteriores (Gráfico 21). Las cifras de ventas minoristas de vehículos y de matrículas publicadas por el Comité Automotor Colombiano⁸ (CAC) confirman dicho comportamiento: caídas a lo largo del tercer trimestre, pero con niveles mayores que los registrados entre abril y junio (Gráfico 22).

Otros indicadores auxiliares que guardan una alta correlación histórica con la tasa de crecimiento del consumo privado muestran señales mixtas. Por un lado, el balance de ventas de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República sugiere que la dinámica del consumo de los hogares habría sido algo mejor que la registrada durante los primeros dos trimestres del año, confirmando así las tendencias que revelan la encuesta de comercio minorista del DANE (Gráfico 23).

En contraste, el índice de confianza del consumidor (ICC) de Fedesarrollo con cifras a septiembre sugiere que la desaceleración del consumo de los hogares que se observó durante el segundo trimestre habría continuado entre julio y septiembre. El promedio del índice para el tercer trimestre se ubicó significativamente por debajo de aquellos calculados para la primera mitad del año y desde 2001 (Gráfico 24).

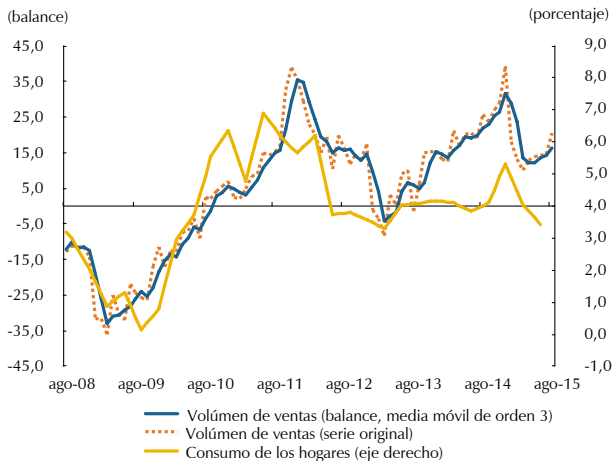
Con respecto al mercado laboral, pese a que en los últimos meses su comportamiento ha sido menos favorable que el descrito en el *Informe sobre Inflación* anterior, en agosto la tasa de desempleo (TD) se mantenía en los bajos niveles alcanzados en meses anteriores y no sugeriría incrementos significativos para lo que resta de 2015, pese a que la creación de empleo continuaba desacelerándose.

Específicamente, para el trimestre móvil terminado en agosto la TD descendió en términos anuales en el total nacional, las cabeceras urbanas y en las trece principales áreas metropolitanas, ubicándose en 8,7%, 9,4% y 9,5%, respectivamente. En las áreas rurales se presentó un leve incremento, registrando un 6,2% en el mismo período (Gráfico 25). Para el total nacional y las trece áreas, las series desesta-

El componente tendencial de esta serie sugiere una recuperación frente a los niveles de meses anteriores (Gráfico 21). Las cifras de ventas minoristas de vehículos y de matrículas publicadas por el Comité Automotor Colombiano⁸ (CAC) confirman dicho comportamiento: caídas a lo largo del tercer trimestre, pero con niveles mayores que los registrados entre abril y junio (Gráfico 22).

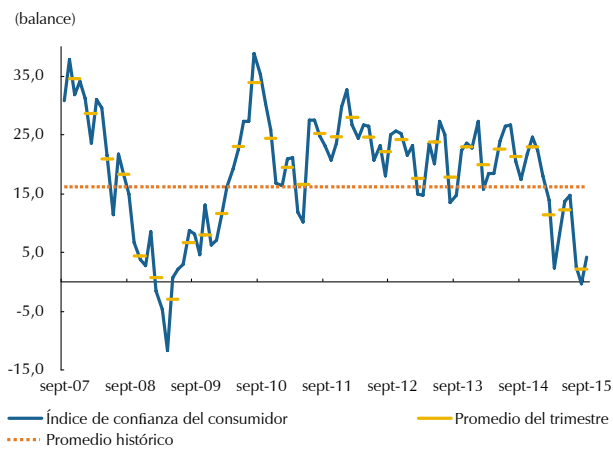
⁸ Compuesto por la Asociación Nacional de Comerciantes (ANDI), Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) y Econometría.

Gráfico 23
Volúmen de ventas y consumo de los hogares
(variación anual)



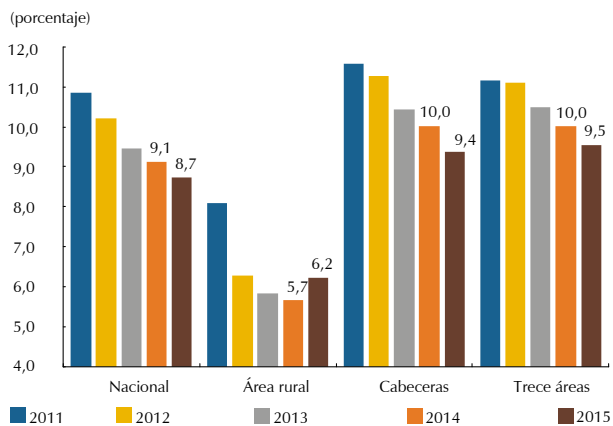
Fuentes: DANE y Banco de la República (*Encuesta mensual de expectativas económicas*).

Gráfico 24
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 25
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil junio-julio-agosto)



Fuente: DANE (GEIH).

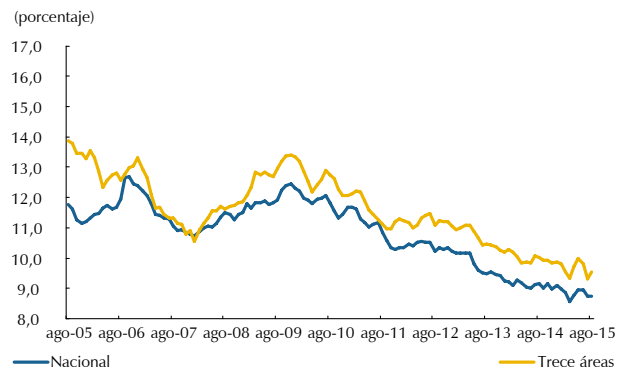
cionalizadas de la TD no han venido mostrando una tendencia definida, por lo cual podrían haber dejado de caer (Gráfico 26).

Lo anterior se explica principalmente por la persistente desaceleración del empleo, expresado por el número de ocupados. En el trimestre móvil junio-agosto los ocupados crecieron 2,2% anual en el total nacional y 1,9% en las trece áreas, valores menores a los observados durante 2014. Cabe resaltar que al analizar las series desestacionalizadas el empleo se muestra estancado hace ya varios meses en ambos dominios geográficos (Gráfico 27).

La dinámica reducida de la ocupación se puede atribuir al menor crecimiento de los asalariados, los cuales habían impulsado en forma importante al empleo en meses anteriores. En el trimestre móvil terminado en agosto los asalariados crecieron a una tasa anual del 3%, mientras los no asalariados lo hicieron a una del 0,6%, lo cual representa una desaceleración importante con respecto al año anterior. Al igual que en el empleo agregado, las series desestacionalizadas revelan varios meses de estancamiento de los empleados asalariados (Gráfico 28).

Así las cosas, la situación del mercado laboral no apunta a una desaceleración adicional del consumo privado durante el tercer trimestre. Su comportamiento reciente apoya la tesis de que el crecimiento del PIB entre julio y septiembre se habría sostenido en las tasas observadas durante la primera mitad del año.

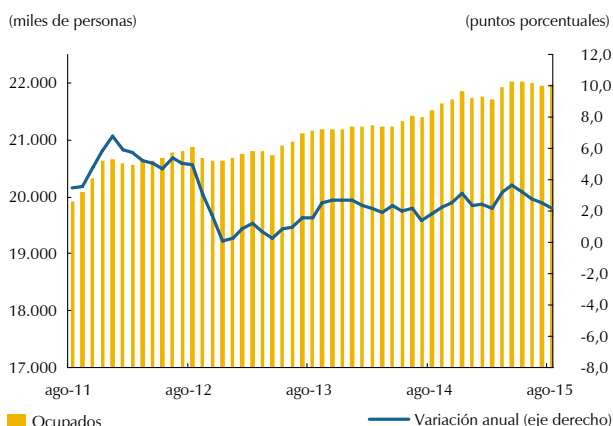
Gráfico 26
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



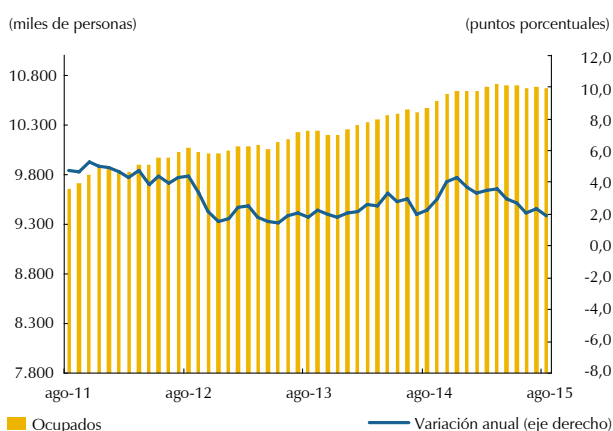
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 27
Número de ocupados y variación anual

A. Total nacional

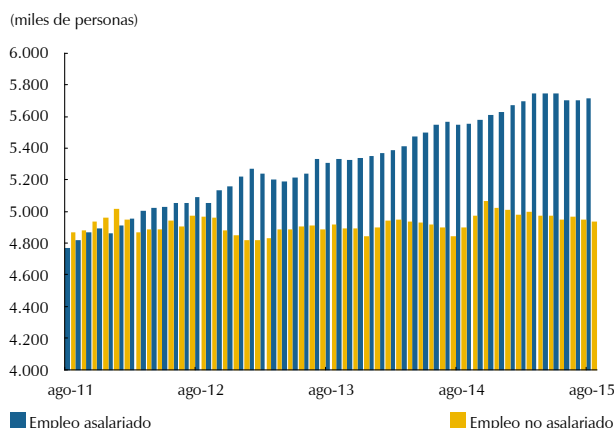


B. 13 principales áreas metropolitanas



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

Gráfico 28
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



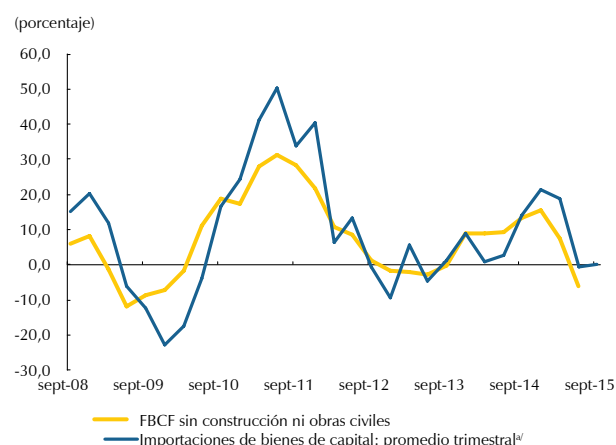
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Con respecto a la inversión, varios indicadores sugieren que durante el tercer trimestre se habrían registrado nuevas disminuciones de las inversiones en maquinaria y equipo y en equipo de transporte, aunque no tan profundas como las observadas durante el segundo. En principio, las importaciones de bienes de capital en dólares registraron contracciones importantes durante julio y agosto, algo mayores que las observadas en el segundo trimestre. No obstante, los índices de precios internacionales de dichos bienes (en dólares) revelan una tendencia reciente a la baja, lo que modera la caída en términos reales (Gráfico 29).

Conclusiones similares se infieren de los resultados de la EMEE del Banco de la República. En agosto, el balance de expectativas de inversión de mediano plazo mejoró levemente frente a los niveles del segundo trimestre (Gráfico 30). Lo anterior sugiere que la formación bruta de capital fijo diferente de aquella efectuada en construcción de edificaciones y de obras civiles habría registrado una contracción algo menor que la observada entre abril y junio.

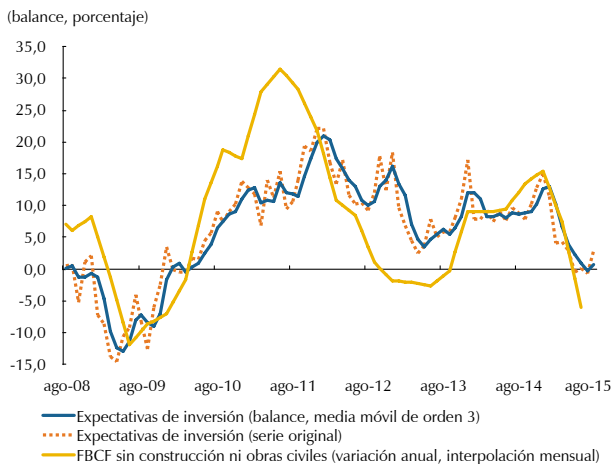
En materia de comercio exterior, las cifras publicadas por el DANE de exportaciones en dólares con corte a agosto sugieren que este renglón del PIB habría registrado caídas en términos reales. Este comportamiento habría sido resultado de un mal desempeño

Gráfico 29
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 del tercer trimestre corresponde al bimestre julio-agosto.
a/ Cifras llevadas a términos reales mediante cálculos del Banco de la República.
Fuente: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior).

Gráfico 30
Expectativas de inversión y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles (variación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República (*Encuesta mensual de expectativas económicas*).

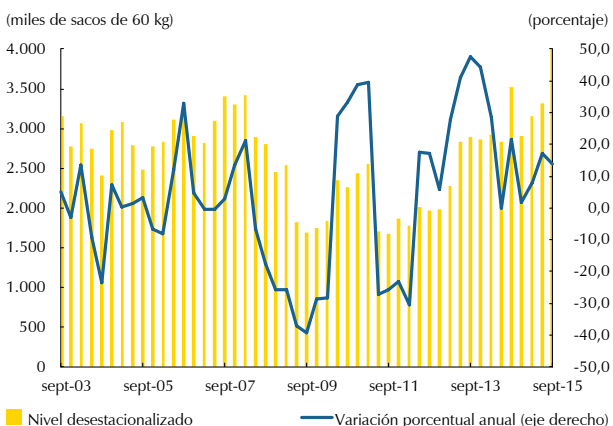
de las ventas al exterior de bienes mineros y de una demanda externa más débil, según se mencionó. Para el caso de las importaciones, la misma fuente sugiere que en términos reales también se habría registrado una contracción, aunque de menor magnitud, situación que resulta compatible con el comportamiento esperado para las inversiones en maquinaria y equipo y en equipo de transporte, así como para el consumo durable y semidurable. También, cabe señalar que la caída proyectada para este rubro estaría influenciada por una alta base de comparación en el mismo trimestre de 2014 y que, a pesar de lo anterior, se prevé un aumento en niveles frente a lo observado en el segundo trimestre.

Por el lado de la oferta, aunque los indicadores disponibles sugieren un desempeño dispar de la actividad económica para el tercer trimestre de 2015, también

apuntan a que el ritmo de expansión del PIB se mantendría cerca a lo observado en el primer semestre. Las noticias más favorables provienen del sector cafetero, del comercio, así como de las dinámicas de la demanda de energía y la industria manufacturera. Por el contrario, la minería presenta un desempeño menos satisfactorio.

De acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, la producción de café siguió mostrando un dinamismo importante y registró un incremento anual de 14,7% entre julio y septiembre de 2015, luego de crecer 17,8% en el segundo trimestre (Gráfico 31). La producción año corrido se ubicó en 10.031 miles de sacos de 60 kilogramos, lo que implicó un aumento de 13,5% frente al mismo período del año anterior. Por otra parte, el sacrificio de ganado reportó una recuperación, al incrementarse 1,1% anualmente en el bimestre julio-agosto, luego de haberse contraído 1,2% durante el segundo trimestre.

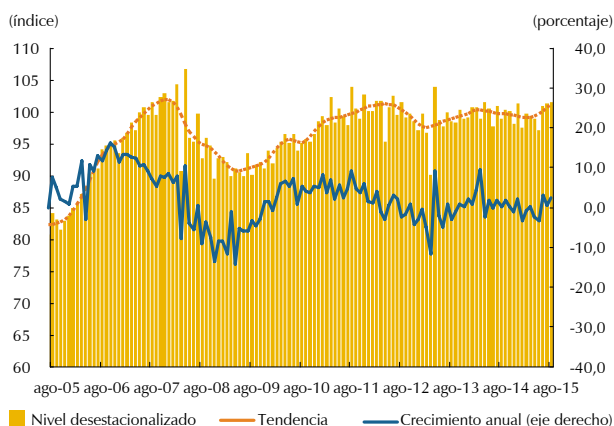
Gráfico 31
Producción de café (trimestral y crecimiento anual)



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

Otros sectores que también tuvieron un comportamiento favorable son los de servicios públicos, los servicios financieros y el comercio. La demanda de energía aceleró su ritmo de expansión anual del 3,3% del segundo trimestre a 4,8% en el tercero. Por otro lado, en el sector financiero el crédito mostró un comportamiento similar a lo observado en el primer semestre, por lo que se espera que continúe su contribución al crecimiento del PIB total, dada su alta participación. En particular, con cifras a septiembre la cartera de consumo y la hipotecaria de los hogares aumentaron anualmente 12,49% y 14,23% en términos nominales. Por último, el comercio ha mostrado un dinamismo importante y continúa contribuyendo a la generación de empleo. Así, según el DANE, en agosto el comercio generó

Gráfico 32
Producción industrial real total
(serie desestacionalizada, componente tendencial y
crecimiento anual)



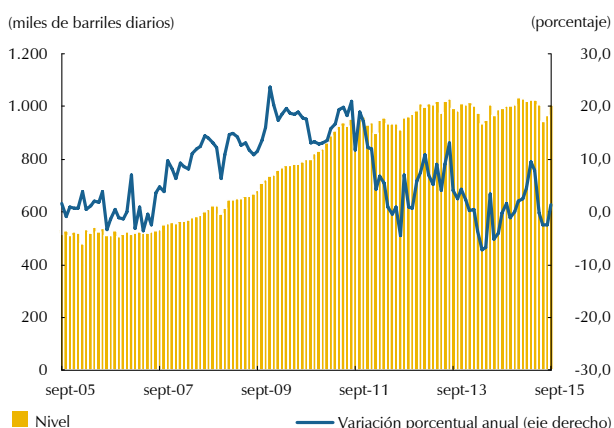
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

un crecimiento del personal ocupado cercano al 4,6%, dentro del cual se destaca el incremento en 5,2% del personal permanente.

Con información disponible a agosto, la industria sorprendió positivamente, al reportar una recuperación mayor a la esperada en el escenario central del *Informe sobre Inflación* presentado un trimestre atrás. Así, según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, el total sectorial se expandió 2,6% en dicho mes, y si se excluye la refinación de petróleo, el crecimiento fue de 2,8%. Pese a ello, en el año corrido la industria total cayó 0,4% y, al excluir la refinación de petróleo, habría crecido un escaso 0,6%. El componente tendencial de ambas series mostró un aumento importante y sugiere que la recuperación podría continuar en lo que resta del año (Gráfico 32). Por otro lado, con información de la

Encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo a septiembre, los indicadores de pedidos y de existencias para la industria mejoraron levemente frente al primer trimestre. No obstante, las expectativas de producción a tres meses, que han mostrado una elevada volatilidad, tienen un comportamiento menos alentador. Además, de acuerdo con la *Encuesta de opinión empresarial* de la ANDI, la utilización de la capacidad instalada se sitúa en niveles ligeramente por debajo del promedio histórico y el clima de negocios presenta leves mejorías. Esto podría revertirse con la reapertura de Reficar prevista para el último mes de 2015.

Gráfico 33
Producción de petróleo
(nivel y crecimiento anual)



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

En lo que respecta a la minería, de acuerdo con cifras de la Asociación Colombiana de Minería, la producción año corrido a agosto se situó en 54,7 millones de toneladas, lo que implicó una contracción anual de 1,6%⁹. Sin embargo, en el bimestre julio-agosto se expandió 5,8% frente al mismo período de 2014. Lo anterior contrasta con la información de exportaciones en volúmenes producidas por el DANE, en las cuales las ventas al exterior de este producto caen 24,9% y 10,8% para el bimestre julio-agosto y para el año corrido, respectivamente. Por otro lado, la producción de petróleo se vio afectada en el tercer trimestre por atentados a la infraestructura, lo que ocasionó que se registrara una producción por debajo del millón de barriles diarios (972,7 mbd frente a 1.019 mbd de un trimestre atrás) y se observara una caída anual de 1,1%, luego del importante dinamismo de 5,8% reportado entre abril y junio (Gráfico 33).

Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República prevé que el crecimiento anual del PIB del tercer trimestre se habría situado entre 2,3% y 3,5%, con una cifra más probable alrededor de 2,9%. La amplitud del rango de pronóstico se debe a la incertidumbre asociada con el comportamiento de rubros como el consumo del Gobierno y la inversión en obras civiles, sobre los cuales no se tienen indicadores que den luz sobre su desempeño a lo largo del trimestre.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación anual al consumidor continuó aumentando en el tercer trimestre de 2015 y superó, por un margen importante, los pronósticos efectuados en el anterior Informe sobre Inflación.

El promedio de los indicadores de inflación básica también aumentó y a septiembre superaba, de manera amplia, el techo del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República.

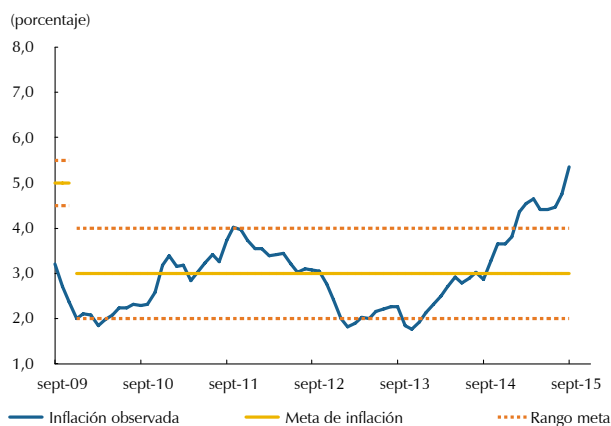
Las presiones alcistas originadas en la depreciación acumulada del peso y en el choque de oferta asociado al surgimiento e intensificación del fenómeno de El Niño se acentuaron en los últimos meses.

Es probable que estos choques, en principio transitorios, estén afectando precios diferentes a los de bienes transables y alimentos vía aumentos en las expectativas de inflación y de la activación de mecanismos de indexación.

En el tercer trimestre del año 2015, y luego de pocos cambios entre mayo y julio, la inflación anual al consumidor retomó una tendencia creciente. El aumento reciente ha sido más pronunciado que en el pasado y no fue plenamente anticipado por el *Informe sobre Inflación* anterior ni por los analistas del mercado. El registro de septiembre fue del 5,35%, el mayor valor desde mayo de 2009. Así, este indicador completa un año por encima de la meta puntual del 3,0% y ocho meses por encima del techo de rango meta (2,0% a 4,0%) (Gráfico 34 y Cuadro 6).

El aumento del IPC entre enero y septiembre asciende a 4,76%, un nivel alto si se compara con el observado en igual período del año pasado (3,08%). Además, si se tienen en cuenta los choques que están recibiendo los precios, es muy improbable que en lo que resta del año se observen variaciones mensuales negativas en el IPC que acerquen la inflación a la meta.

Gráfico 34
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

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

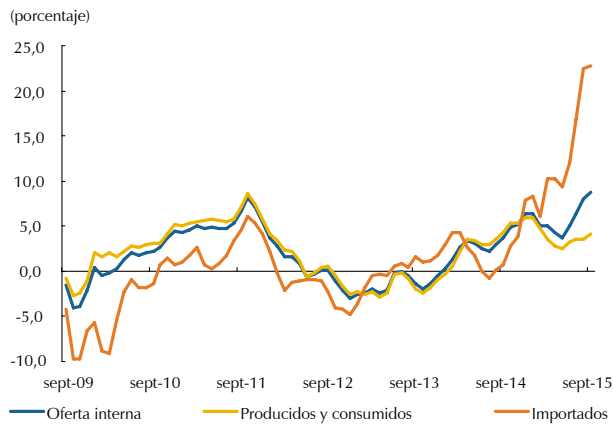
Descripción	Dic-14	Mar-15	Jun-15	Jul-15	Ago-15	Sep-15
Total	3,66	4,56	4,42	4,46	4,74	5,35
Sin alimentos	3,26	3,46	3,72	3,98	4,20	4,58
Transables	2,03	3,46	4,17	4,69	5,23	5,90
No transables	3,38	3,56	3,98	3,95	4,02	4,27
Regulados	4,84	3,25	2,55	2,99	3,08	3,30
Alimentos	4,69	7,37	6,20	5,67	6,11	7,30
Perecederos	16,74	21,57	10,73	7,99	9,86	14,95
Procesados	2,54	5,99	6,00	5,71	6,06	6,71
Comidas fuera del hogar	3,51	3,59	4,45	4,51	4,45	4,73
Indicadores de inflación básica						
Sin alimentos	3,26	3,46	3,72	3,98	4,20	4,58
Núcleo 20	3,42	3,70	4,24	4,20	4,28	4,73
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	2,76	3,95	4,54	4,64	4,83	5,28
Inflación sin alimentos ni regulados	2,81	3,52	4,06	4,26	4,53	4,95
	2,93	3,59	4,00	4,17	4,41	4,82
Promedio de todos los indicadores	3,06	3,65	4,14	4,27	4,46	4,89

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La aceleración de la inflación anual entre diciembre de 2014 y septiembre puede atribuirse principalmente a choques a la oferta agropecuaria, que estaría siendo golpeada por una incidencia anticipada del fenómeno de El Niño, y por la fuerte depreciación sufrida por el peso frente al dólar y otras monedas en el último año y medio. Ambos factores han provocado alzas en los precios de los alimentos y en los de los bienes y servicios transables (sin alimentos ni regulados), las cuales se hicieron más marcadas en los últimos meses.

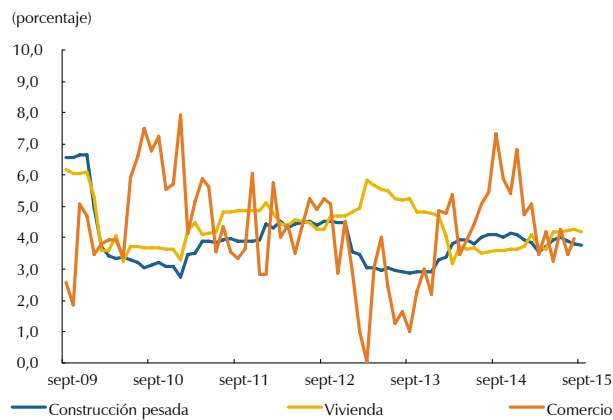
Adicionalmente, aumentos en los costos no salariales, ocasionados también por los fenómenos anteriores, junto con mayores expectativas de inflación y activación de mecanismos de indexación, estarían explicando buena parte de la aceleración en la variación anual del IPC de no transables, algo que también está contribuyendo al aumento de la inflación desde comienzos del año, incluido el tercer trimestre. Por otro lado, la reducción en el precio al consumidor de los combustibles y los todavía bajos reajustes en las tarifas de energía eléctrica han compensado fuertes alzas en otros rubros del IPC de regulados, evitando que esta canasta se haya constituido en una fuente importante de presiones inflacionarias en lo corrido del año. Sin embargo, esta situación podría cambiar en el cuarto trimestre, como se mencionará en el capítulo IV.

Gráfico 35
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

Gráfico 36
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a los costos no salariales, estos han venido aumentando a tasas crecientes según lo sugiere la variación anual del IPP de la oferta interna que los aproxima. En septiembre dicha variación fue de 8,7%, superior a los datos de junio pasado (5,0%), (Gráfico 35). Las presiones alcistas también han continuado teniendo su origen en especial en la depreciación del peso, aunque más recientemente en las restricciones que enfrenta la oferta agropecuaria. Así, en el tercer trimestre fue el componente importado del IPP el que más contribuyó a aumentar el IPP total, con una variación anual que pasó de 12,1% en junio a 22,4% en septiembre. La variación anual del componente local, por su parte, se incrementó de 3,2% en junio a 4,2% en septiembre, con alzas en los bienes manufacturados (azúcar entre ellos) y en los de origen agropecuario (hortalizas principalmente). En contraste, el IPP de la minería siguió mostrando variaciones anuales negativas (cerró en septiembre en -5,5% frente a -3,5% en junio), asociadas con la caída del precio internacional de los combustibles.

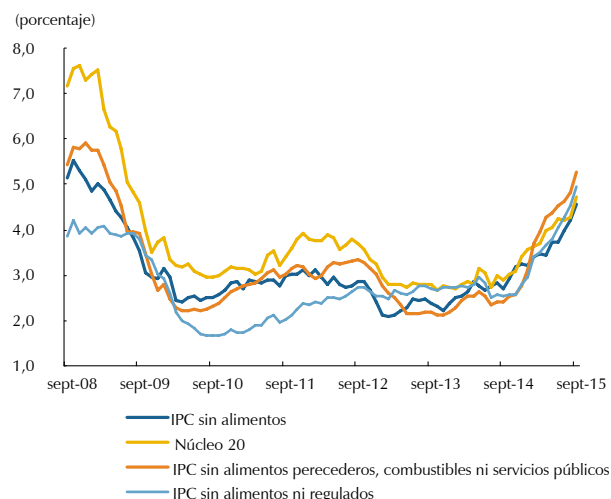
Por su parte, los costos salariales no parecían presionar los precios en los últimos meses. Al terminar el tercer trimestre de 2015 los ajustes salariales continuaron siendo compatibles con el rango meta de inflación. En septiembre los de la vivienda se mantuvieron estables en 4,2% con respecto a los observados en junio, aunque aumentaron un poco frente a marzo y diciembre pasado. Los de comercio a agosto se ajustaban al 4,0% anual, menos que lo observado en junio y diciembre pasado. Algo similar sucedió con los salarios de la

construcción pesada, que en septiembre mostraban ajustes anuales de 3,8% (Gráfico 36). En general, la dinámica reciente que muestran los ajustes salariales no sería una de las causas que estarían poniendo en riesgo el cumplimiento de la meta inflacionaria del Banco de la República en el año 2015.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

En septiembre el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica se situó en 4,89%, completando un año de aumentos sin interrupción, siendo este el nivel máximo alcanzado después de abril de 2009 (4,98%). Todos los indicadores superaron el rango meta de inflación y todos aumentaron con respecto a junio, siendo el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos el que logró el mayor registro (de 5,28% frente a 4,54% en junio). El IPC sin alimentos,

Gráfico 37
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

el de menor nivel, se situó en 4,58% en septiembre frente al 3,72% de junio (Cuadro 6, Gráfico 37).

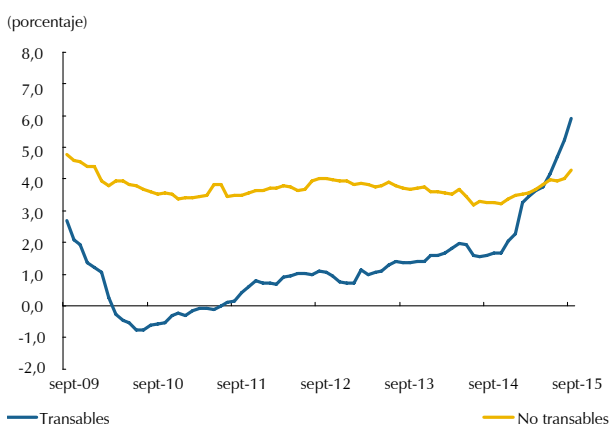
Al igual que en el caso de la inflación total, el aumento de la inflación básica puede ser atribuido principalmente a la depreciación acumulada del peso. A ello se suman los aumentos en los costos no laborales reseñados antes. Por el contrario, la demanda no habría ejercido presiones al alza, teniendo en cuenta su desaceleración en los últimos trimestres, que han llevado a estimar una brecha del producto cercana a cero para la primera mitad de 2015, la cual habría empezado a situarse en terreno negativo hacia la segunda mitad del año.

Durante el tercer trimestre las variaciones anuales de las tres principales subcanastas que componen el IPC sin alimentos presentaron una tendencia alcista (Cuadro 6). Desde agosto de 2014 el grupo del IPC de transables sin alimentos ni regulados viene aumentando y cerró el tercer trimestre de 2015 con un crecimiento anual de 5,9%, superior al observado en junio (4,2%) y diciembre pasados (2,0%) (Cuadro 6, Gráfico 38).

Esta cifra resultó significativamente mayor que el pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación*, lo cual puede atribuirse, en parte, a la mayor depreciación observada para el peso en los últimos meses frente a lo previsto. Sin embargo, no se puede descartar que la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor se esté efectuando a un ritmo mayor que lo contemplado en los modelos del Banco. Adicionalmente, es probable que otros factores, tales como un mayor impacto del aumento de las expectativas de inflación y una mayor indexación, estén actuando y expliquen los errores de pronóstico.

Desde julio de 2014 hasta septiembre de 2015 la tasa de cambio acumuló un aumento de 65,4% contra el dólar, mientras que en igual período el incremento acumulado de precios, en el caso del IPC de transables sin alimentos ni regulados, ha sido de 6,1%. Durante el tercer trimestre las alzas volvieron a ser generalizadas en esta subcanasta, destacándose los ajustes de rubros como vehículos y algunos electrodomésticos y artículos de aseo personal, los cuales han aumentado considerablemente y cerraron septiembre con variaciones anuales que superan el 8,0%.

Gráfico 38
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



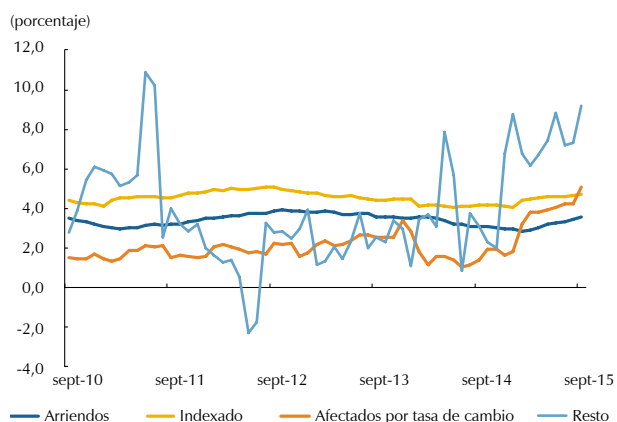
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Al igual que los transables, la variación anual del IPC de los no transables sin alimentos ni regulados ha aumentando a lo largo del año, aunque a un ritmo mucho menor. Mientras que en diciembre la tasa de ajuste anual fue de 3,4%, en junio llegó a 4,0% y

para septiembre subió a 4,3% (Gráfico 38). En principio, este aumento se ha registrado en ausencia de presiones de demanda importantes, dada la moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda y la existencia de una brecha de alrededor de cero durante buena parte de lo corrido del año, como ya se mencionó.

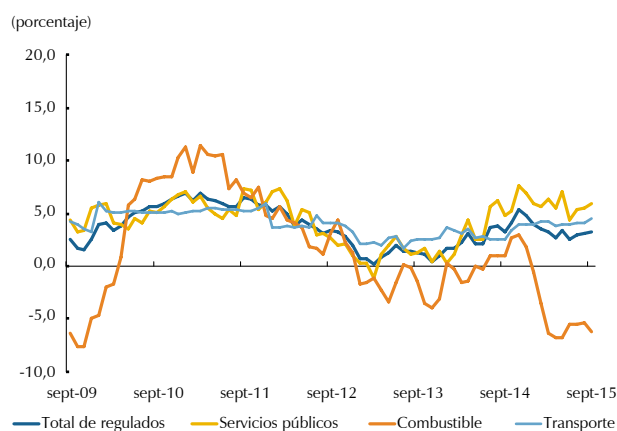
Así las cosas, otros factores, diferentes a las presiones de demanda, estarían explicando la tendencia alcista de la variación anual del IPC de no transables. Uno de ellos es la depreciación del peso, que en el pasado presentó poca incidencia directa e indirecta (vía costos) en estos precios, pero que en la actualidad puede haber cobrado importancia, dada la actualización de las ponderaciones en la canasta del consumidor del DANE hace unos años y la mayor exposición de la economía colombiana a la economía global (véase el Recuadro 2 del *Informe sobre Inflación* de junio 2015). Así, la variación anual de los rubros no transables más directamente afectados por la tasa de cambio pasó de 4,1% en junio a 5,1% en septiembre.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 40
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



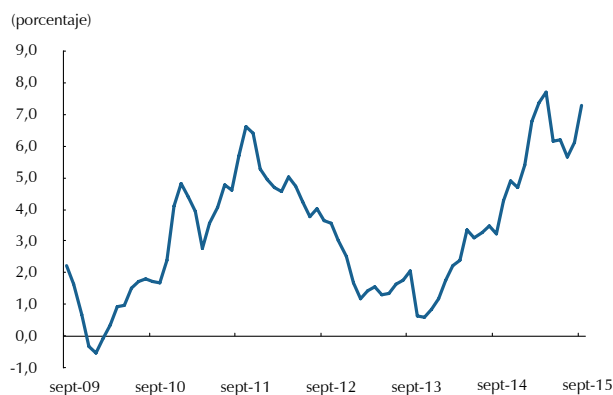
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Otro factor alcista dentro del IPC no transable sin alimentos ni regulados (Gráfico 39) correspondería a la indexación a la inflación pasada que, dado su aumento, estaría ganando protagonismo. Este fenómeno estaría siendo capturado principalmente por los precios de los arriendos y de algunos servicios. En el caso de los arriendos, su variación anual pasó de 3,3% en junio a 3,6% en septiembre, impulsando con fuerza la variación del agregado debido a su alta ponderación en esta subcanasta (61,0%). Por último, las presiones alcistas en los no transables podrían obedecer también a choques transitorios que se han seguido presentando, en especial, por aumentos puntuales pero considerables en las boletas de fútbol.

El subgrupo del IPC de regulados asimismo aportó al impulso de la inflación anual al consumidor durante el tercer trimestre. La reducción en el precio de los combustibles a comienzos de año hizo que esta subcanasta ejerciera presiones bajas sobre el IPC total en el primer semestre (Gráfico 40). Sin embargo, en el tercer trimestre esta influencia se desvaneció y primaron las presiones al alza originadas en los fuertes reajustes del gas domiciliario (cuya variación anual pasó de 11,1% en junio a 22,0% en septiembre) y en menor medida en las tarifas de acueducto y del transporte público. La variación anual de esta última pasó de 4,0% en junio a 4,6% en septiembre, probablemente como respuesta a mayores costos de operación (diferentes a combustibles) originados por el encarecimiento del dólar desde el año pasado.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

Gráfico 41
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Después del descenso registrado en el segundo trimestre, la variación anual del IPC de alimentos aumentó de manera importante durante el tercero, superando las previsiones efectuadas en el *Informe sobre Inflación* anterior. Así, el nivel alcanzado en septiembre fue de 7,3%, 110 pb más que lo observado en junio y similar al registro de marzo, cuando esta canasta fue afectada por las alzas en los precios de algunos alimentos perecederos y del arroz (Gráfico 41).

El repunte en el indicador durante los últimos meses puede ser atribuido a los efectos ocasionados por la aparición e intensificación del fenómeno de El Niño, cuya calificación de fuerte se hizo mucho más probable en los últimos meses, según las agencias de meteorología del mundo. A esto se suman las presiones

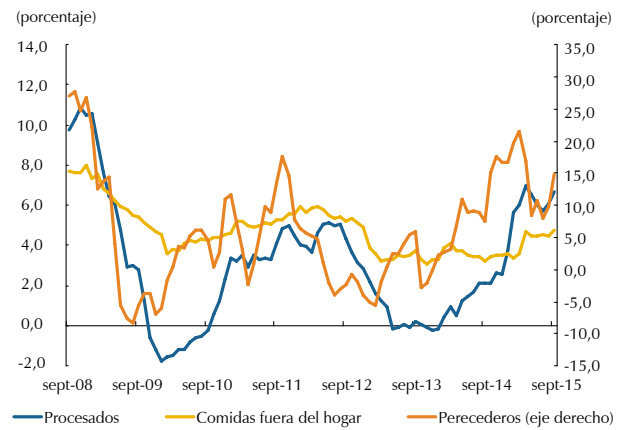
originadas por la depreciación acumulada del peso sobre los precios de alimentos con un alto componente importado.

Por subcanastas, se observó que los alimentos procesados, usualmente los más afectados por la depreciación del peso, registraron aumentos en su variación anual de 6,0% en junio a 6,7% en septiembre. Dentro de este grupo, los incrementos de precios que se pueden explicar por el aumento del tipo de cambio son varios, donde sobresalen los de grasas y aceites, cereales, azúcar y carne de pollo. En contraste, los menores precios internacionales de cereales y aceites frente al año pasado y la caídas recientes en estas cotizaciones, han evitado que la transmisión de la depreciación a estos precios al consumidor sea mayor.

La variación anual del grupo de alimentos de perecederos, por su parte, pasó de 10,7% en junio a 15,0% en septiembre, siendo el componente que más contribuyó a la variación anual de alimentos. Este segmento del IPC ha sido afectado por las menores lluvias registradas en buena parte del país, debido al episodio de El Niño, lo que debe haber reducido la productividad en el sector agropecuario. Sin embargo, también es posible que los temores a los efectos de este fenómeno climático hayan y estén desestimulando las siembras o aplazando las cosechas, todo lo cual tiende a generar aumentos de precios. Los rubros más golpeados en los últimos tres meses a septiembre, a juzgar por sus variaciones anuales, fueron las hortalizas, los tubérculos y las frutas.

Finalmente, con respecto a las comidas fuera del hogar, luego de una relativa estabilidad en torno al 4,5% entre mayo y agosto, su variación anual aumentó a 4,7% en septiembre. Es probable que estos rubros hayan empezado a incorporar las recientes alzas en los precios de los alimentos, los arriendos y servicios públicos (especialmente gas) (Gráfico 42).

Gráfico 42
 IPC de alimentos por grupos
 (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

La caída de los términos de intercambio estaría teniendo menos impacto sobre el crecimiento de 2015 que lo previsto. Se espera que el gasto se ajuste con mayor intensidad a partir de 2016.

Lo anterior llevó al equipo técnico del Banco de la República a revisar el crecimiento del PIB levemente al alza para este año, pero a la baja para el próximo.

Buena parte de los riesgos al alza sobre la inflación que se identificaron en informes anteriores se estarían materializando.

La inflación al consumidor se mantendría por encima del techo del rango meta de largo plazo durante varios trimestres y convergería al 3% a un ritmo más lento que lo previsto en el informe de junio.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA EL RESTO DE 2015 Y 2016

Según sugiere la información disponible, el ajuste de la actividad económica real estaría siendo más gradual y prolongado que lo proyectado un trimestre atrás. Esto estaría sucediendo en un entorno donde aún se cuenta con amplia disponibilidad de financiamiento externo y en el que el ingreso disponible del sector privado todavía no ha resultado muy golpeado por la caída de los términos de intercambio, razón por la cual el gasto en la economía todavía no ha sido muy afectado. Así las cosas, el crecimiento del PIB para todo 2015, que sería menor que aquel observado en 2014, se revisó un poco al alza frente a lo contemplado en el anterior *Informe sobre Inflación*. No obstante, el panorama para 2016 parece ser menos prometedor que lo presentado en versiones previas de este *Informe*. De acuerdo con las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República, el próximo año la economía colombiana deberá ajustarse a unas condiciones internacionales menos favorables, con precios de bienes básicos y financiamiento externo menos optimista que las previstas. En un escenario de recientes ajustes de la posición de la política monetaria en Colombia, todo lo anterior tendría efectos sobre el desempeño de la demanda interna real mayores que los contemplados antes. Como se presentará, lo anterior motivó una revisión a la baja del pronóstico de crecimiento del PIB para 2016.

En este informe se revisó el crecimiento del PIB, levemente al alza para 2015, pero a la baja para 2016.

En 2015 y 2016 se estima que la economía colombiana se expandiría alrededor de 3%.

En este *Informe* la nueva información disponible para 2015 permite proponer un rango de pronóstico más estrecho para este año, con piso y techo en 2,4% y 3,4%, en su orden, pero con una cifra más probable alrededor del 3,0%. Un trimestre atrás el rango y el punto más probable del intervalo fueron entre 1,8% y 3,4%, y 2,8%, respectivamente. El nuevo pronóstico para 2015 se presenta en un contexto donde los resultados del PIB para el segundo trimestre fueron mejores que los previstos un trimestre atrás, y en el que la información preliminar para el tercer trimestre también sugiere un dinamismo de la actividad económica algo más elevada que lo contemplado en el pasado.

La revisión al alza del pronóstico de crecimiento del PIB para 2015 es consistente con un escenario en el que los choques a los términos de intercambio descritos en capítulos anteriores estarían teniendo efectos sobre la actividad real en una magnitud menor que la prevista en el anterior informe trimestral. En efecto, en esta ocasión menguaron los riesgos de una desaceleración más pronunciada del ritmo de expansión de la actividad económica, por lo menos para lo que resta del año. Esto último, incluso, a pesar de que se revisaron a la baja el crecimiento de nuestros socios comerciales, los precios internacionales de los principales bienes primarios de exportación y la producción de distintos bienes mineros (como se presentó en el capítulo I del *Informe*).

Como se mencionó en el capítulo I de este *Informe*, debido a estos cambios, la proyección de 2015 para el déficit en la cuenta corriente aumentó como proporción del PIB. El mayor déficit está relacionado con un financiamiento de la expansión de la demanda interna mayor al esperado un trimestre atrás, afín con las cifras más recientes de entrada de flujos de capitales. Este último se estaría dando en forma de mayores recursos por concepto de inversión de portafolio, que se estarían canalizando por el sistema financiero hacia el sector real, y que permitirían que el ajuste del consumo y de la inversión sea más suave que el esperado en el anterior *Informe sobre Inflación*.

Asimismo, y como se explicó en la segunda sección del capítulo II, la información más reciente de las importaciones en dólares revela que se está presentando una tendencia decreciente. Ello permite un ajuste real de las importaciones más lento que lo esperado un trimestre atrás y, por tanto, es consistente con una mayor demanda de bienes de consumo y de capital provenientes de exterior. Así las cosas, la caída de los términos de intercambio durante 2015 podría haber sido mayor si la fuerte contracción de los precios de los bienes exportados no hubiese sido compensada en parte por la de los bienes importados, sobre todo durante la segunda mitad del año. A lo anterior se suma el hecho de que el ingreso disponible de los hogares se ha visto beneficiado por los importantes incrementos de las transferencias corrientes (netas) por concepto de remesas de trabajadores en el exterior, cuyo valor en pesos es incluso mayor gracias a la depreciación acumulada del peso colombiano frente al dólar estadounidense.

La caída de los precios de los bienes exportados estaría siendo compensada por una disminución de los bienes importados, lo que genera un menor impacto en los términos de intercambio en 2015.

Los hechos descritos permiten pensar en que los efectos de los choques a los términos de intercambio sobre la actividad real se estarían sintiendo con mayor

Para el segundo semestre de 2015 se espera que el consumo del Gobierno presente expansiones algo menores que las registradas en promedio durante la primera mitad del año.

intensidad sobre el ingreso público que sobre el privado. Reflejo de ello ha sido la dinámica observada durante la primera mitad del año para el consumo del Gobierno. La desaceleración de este rubro ha sido evidente a lo largo del año, y para lo que resta de 2015 se prevén expansiones algo menores que las registradas en promedio durante el primer y segundo trimestres. Esto resultaría en una expansión de este renglón del PIB para el agregado del año por debajo de lo observado a lo largo de la última década.

En contraste, para el caso del consumo privado no se ha visto ni se espera una desaceleración tan profunda para la segunda mitad del año, aunque el cuarto trimestre puede mostrar un desempeño más mediocre que el tercero. En el anterior *Informe sobre Inflación* se contemplaba un escenario donde el ajuste del gasto de los hogares se daba por un menor dinamismo del consumo de bienes durables y semidurables, en parte por el efecto que tendría la depreciación de la tasa de cambio sobre el poder adquisitivo del ingreso de los hogares medido en dólares. Sin embargo, en lo corrido del año el desempeño de las ventas minoristas de estos bienes no sugiere que el ajuste esté ocurriendo de la manera esperada. Hasta el tercer trimestre el empleo tampoco se había deteriorado, aunque sí estaba creciendo a un menor ritmo. No obstante, en aquel *Informe* se proyectaban deterioros mayores de las condiciones del mercado laboral en los trimestres venideros.

Para el caso de la formación bruta de capital, se esperaba que los ajustes estuvieran concentrados en aquella inversión realizada en los rubros de maquinaria y equipo, y equipo de transporte, y en particular en la efectuada desde el sector minero y de petróleo. Sin embargo, las cifras de lo corrido del año de importaciones de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte sugieren que este rubro del PIB podría tener un desempeño para todo 2015 menos negativo. Como se explicó, la mayor cantidad de flujos de capital que han entrado al país a lo largo del año estarían supliendo las necesidades de financiamiento que este tipo de gasto requiere. De igual manera, a pesar del elevado nivel del tipo de cambio, los precios internacionales de los bienes de capital importados por Colombia también muestran una tendencia reciente a la baja. Así las cosas, la demanda por este tipo de bienes podría estar reaccionando de mejor manera que la pronosticada un trimestre atrás.

Otra dinámica registrarían las inversiones en construcción de edificaciones y de obras civiles. Para lo que resta de 2015 se pronostican expansiones en ambos rubros a tasas superiores a las que se observarían para el resto de componentes del PIB. Este comportamiento sería similar al registrado durante la primera mitad del año. En el primer caso, se proyecta una contribución importante de la construcción de edificaciones no residenciales, aunque también se espera que los subsidios a la tasa de interés y los demás programas de vivienda social del Gobierno continúen contribuyendo al crecimiento del sector residencial. Para el caso de las obras civiles, se mantiene la perspectiva de que este rubro aporte de manera positiva al crecimiento económico, aunque en menor medida que lo observado en 2014. Lo anterior se prevé por un buen nivel de ejecución de los gobiernos regionales y locales, así como por un buen desempeño de la inversión en distintos proyectos de

La inversión en construcción, tanto obras civiles como edificaciones, seguiría siendo dinámica en los próximos trimestres.

Se prevé una recuperación de la industria a finales de 2015 y para 2016.

infraestructura (aeropuertos y carreteras). En ambos casos se invertirán recursos ya comprometidos en el pasado por el sector público, razón por la cual es probable que los ajustes reales que se observarían en estos rubros se trasladen hacia 2016 en adelante.

Por el lado de la oferta, los sectores que contribuirían en mayor medida a la expansión del PIB en 2015 serían construcción, comercio y servicios financieros. Se prevé una recuperación de la industria hacia finales de 2015, cuya producción registraría tasas de expansión superiores a las observadas en 2014. Por su parte, para el sector agropecuario se prevé una recuperación, sustentada en el buen desempeño de la producción de café. Para el resto de los sectores se esperan algunas desaceleraciones, sobre todo para las actividades no transables.

Asimismo, y como se mencionó, para 2015 la ejecución de los gobiernos locales en infraestructura y el impulso de las edificaciones no residenciales permitirían que la construcción siga siendo uno de los motores de la expansión de la economía colombiana. Los servicios financieros continuarían contribuyendo de manera activa a la expansión de la economía colombiana, lo que se atribuye a su alta participación sectorial (19,6%) y al crecimiento de la cartera que, pese a alguna ralentización en su ritmo, conservaría un buen desempeño. Además, las tasas de interés reales, pese a los aumentos recientes de la tasa de intervención, siguen siendo relativamente bajas con respecto a los promedios históricos, lo que ayuda al dinamismo del crédito. Por último, el comercio, pese a la devaluación observada, la caída en la confianza y el menor dinamismo de la demanda interna, ha mostrado sorpresivamente un buen desempeño en la segunda mitad del año, por lo que cerraría 2015 con un balance positivo.

Para 2016 el equipo técnico del Banco de la República también modificó el rango de pronóstico y la cifra más probable de crecimiento del PIB. En esta ocasión, el intervalo y el punto más probable son entre 1,5% y 4,0%, y 3,0%, respectivamente. En el informe anterior los valores fueron entre 2,0% y 4,0%, y 3,4% en su orden. La amplitud del intervalo evidencia la incertidumbre que acompaña las proyecciones del ritmo de crecimiento de la economía colombiana para el próximo año, mientras que el sesgo está relacionado con los mayores riesgos a la baja percibidos para el desempeño de la actividad económica en 2016.

En principio, con respecto al contexto internacional, y de acuerdo con lo presentado en la sección de pronósticos del capítulo I, el escenario más probable de balanza de pagos supone una recuperación de la demanda externa frente a lo esperado para 2015 (aunque por debajo de la proyectada hace tres meses), impulsada, sobre todo, por un mejor desempeño de los Estados Unidos y de algunas de las economías de nuestros socios comerciales de la región. Asimismo, los precios de los bienes básicos exportados por Colombia se recuperarían levemente con respecto a los niveles en los que cerrarían este año. Esto último supone, entonces, un contexto para el próximo año donde no se registrarían caídas adicionales de los términos de intercambio.

La incertidumbre sobre el crecimiento del PIB en 2016 es elevada y los sesgos son a la baja.

La subida de tasas por parte de la Fed podría encarecer o limitar las condiciones de financiamiento internacional a las cuales se enfrenta la economía colombiana.

Sin embargo, las proyecciones de balanza de pagos del capítulo I también suponen un menor financiamiento externo en 2016. Es probable que la subida de tasas por parte de la Fed encarezca o limite las condiciones de financiamiento internacional a las cuales se enfrenta la economía colombiana. Así las cosas, el déficit en la cuenta corriente sería menor que aquel en el que cerraría el año en curso.

Por otro lado, como se explicó, la revisión a la baja del crecimiento del próximo año es consistente con un escenario en el que los efectos reales (directos e indirectos) de los choques a los términos de intercambio registrados a partir de la segunda mitad de 2014 sobre los rubros de la demanda privada y sobre el ingreso disponible de los hogares se seguirían haciendo evidentes en 2016, aunque de manera más clara. El desempeño de la demanda interna no sería significativamente distinto de aquel que se observaría en 2015. Sin embargo, la contribución que haría cada uno de sus componentes sí cambiaría. En principio, se prevé una baja expansión del consumo público, similar a la que se registraría en 2015, al tiempo que se presentarían ajustes moderados del consumo privado. Esto último debido a que en 2016 la inflación al consumidor va a mantenerse relativamente alta durante gran parte del año (como se muestra en la sección B de este capítulo), lo que impactaría el poder adquisitivo del ingreso de los hogares, y a que se observaría un mercado laboral menos dinámico en cuanto a creación de empleo. Además, con los cambios recientes en la postura de política del Banco de la República, se espera que las tasas de interés de mercado aumenten para que el ritmo de expansión del crédito se modere.

La proyección del comportamiento de la inversión está rodeada de gran incertidumbre. Se espera que, de materializarse un mejor desempeño de los sectores exportadores de la economía, la inversión del sector privado aporte a la expansión del rubro. A esto ayudaría una baja base de comparación en 2015. Adicionalmente, en 2016 se prevén ingresos por concepto de IED algo mayores que los proyectados en 2015. Estos mayores flujos de capital se dirigirían no tanto hacia el sector petrolero (a pesar de la leve recuperación esperada del precio del crudo) como a otros sectores. Por ejemplo, es probable que en 2016 entren capitales destinados a las primeras fases de la construcción de las obras de infraestructura de cuarta generación (4G). Así, se espera que la construcción de obras civiles continúe mostrando una dinámica importante, aunque menor que la que se observaría en este año. Comportamiento similar se proyecta para la construcción de edificaciones. Los recursos provenientes del Plan de Impulso al Empleo y la Productividad, versión 2 (PIPE 2.0), permitirían que la inversión en vivienda social registre buenos crecimientos, aunque menores que los previstos para 2015.

La entrada en operación de Reficar contribuiría al incremento de las exportaciones de productos derivados del petróleo y a la sustitución de importaciones de combustibles.

Adicionalmente, la entrada en operación de Reficar contribuiría al incremento de las exportaciones de productos derivados del petróleo, al tiempo que supondría alguna sustitución de importaciones de combustibles. Ello contribuiría a disminuir en alguna medida el déficit comercial que se ha registrado a lo largo del decenio en las cuentas nacionales.

Para 2016 el escenario central prevé un crecimiento sectorial más balanceado en el cual la devaluación observada y la prevista generen una recuperación de las ramas productivas transables.

Por ramas de actividad, para 2016 se prevé un crecimiento sectorial más balanceado y similar al esperado para 2015, en el cual la devaluación observada y la prevista en los escenarios centrales generen una recuperación de las ramas productivas transables. La construcción seguiría promoviendo el crecimiento económico, ya que la puesta en marcha de las primeras adjudicaciones de las concesiones 4G mantendrían el importante dinamismo de la construcción de obras civiles en la economía colombiana, así como se espera un comportamiento favorable en las edificaciones debido a los impactos que sobre la construcción de vivienda tengan los programas del PIPE 2.0, como se discutió en apartados previos.

Para el sector de la minería, en este *Informe* se contempla una recuperación de la producción de carbón en 2016, luego de las caídas observadas en la primera mitad de 2015. Sin embargo, esta rama reportaría expansiones moderadas, ya que estaría cargando con los efectos de los problemas de orden público y de transporte que complicaron su cadena de producción en años anteriores. Adicionalmente, dichas firmas enfrentarían un entorno con precios del carbón que continuarían estando relativamente bajos. Para el petróleo, por su parte, se mantiene el supuesto de producción frente a hace tres meses, alrededor de 1.000.000 de barriles diarios en promedio para el próximo año. De esta manera, se prevé un crecimiento moderado para los siguientes años, que estaría lejos de las tasas de expansión de dos dígitos que se observaron durante el auge minero de finales de la década pasada.

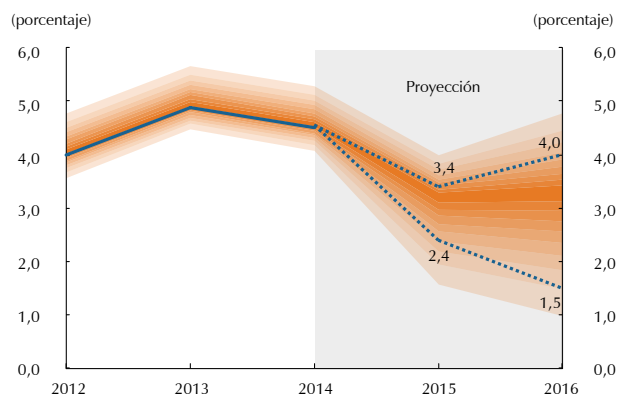
Con respecto a la industria, el pronóstico para 2016 prevé una recuperación, basada en los esfuerzos de inversión efectuados en años anteriores, en la diversificación de productos y de mercados de exportación, y en la contribución que la reciente depreciación del peso genere en términos de competitividad. Cabe señalar que se espera que la reapertura de Reficar hacia finales de 2015 y su puesta en marcha al ciento por ciento en marzo de 2016 implique un salto importante en la producción de derivados del petróleo, cuya participación en el PIB de la industria se encuentra alrededor del 12%. En el escenario central el equipo técnico estima que el aporte de la apertura de Reficar al crecimiento del PIB de la industria sería cerca de 5,2 pp, y de 0,6 pp para el PIB total durante 2016.

Aunque se espera un crecimiento moderado del sector agrícola, existen riesgos 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 el cuarto trimestre de 2015 y durante la primera mitad de 2016.

Por su parte, para el sector agropecuario se prevé un dinamismo importante, aunque inferior al observado en 2014 y al previsto para 2015, ya que la productividad de los campos por la renovación de cafetales e inversiones realizadas en años anteriores continuaría brindando un impulso importante del sector. Aunque se espera un crecimiento moderado de los otros productos agrícolas y el grupo de animales vivos y productos animales, existen riesgos a la baja debido al impacto que el fenómeno de El Niño pueda tener sobre la oferta agrícola y sobre el sacrificio de ganado.

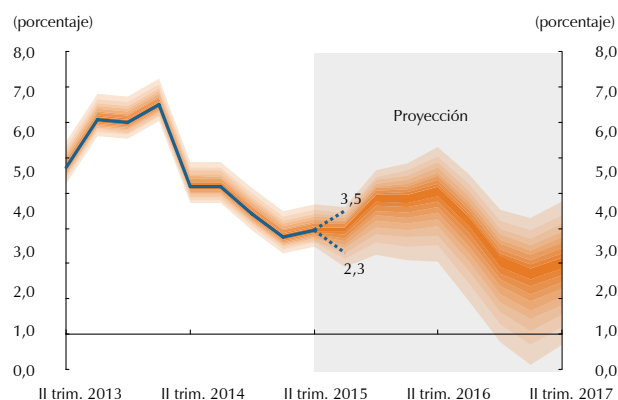
Así las cosas, a pesar del incremento de la senda central para 2015 y la reducción para 2016 frente a la presentada en el informe trimestral anterior, el balance de riesgos está sesgado a la baja debido a la elevada incertidumbre del contexto internacional y los efectos de segunda ronda que sobre el ingreso tengan los choques asociados con la caída del precio del petróleo de trimestres anteriores, teniendo

Gráfico 43
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 44
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

en cuenta que la volatilidad ha permanecido elevada (Gráfico 43 y 44).

Los principales riesgos a la baja están asociados con un menor desempeño del consumo e inversión públicos, en particular si las obras civiles no son tan dinámicas como se espera en la senda central de pronóstico, en el cual se consideran considerables impactos de las concesiones 4G, asimismo, si se registra un menor crecimiento de nuestros socios comerciales, el cual afecte nuestro comercio no tradicional (Cuadro 7).

De acuerdo con la cifra de crecimiento observada para 2014 y a las proyecciones para 2015 y 2016, el ejercicio de estimación de la brecha del producto sugiere que esta habría sido positiva en 2014, que sería cercana a cero en 2015 y negativa en 2016. Para 2015 los modelos revelan un valor algo mayor que el reportado en el informe de junio. Para 2015 y 2016 las probabilidades de que este indicador sea negativo son 70% y 89%, respectivamente (Gráfico 45).

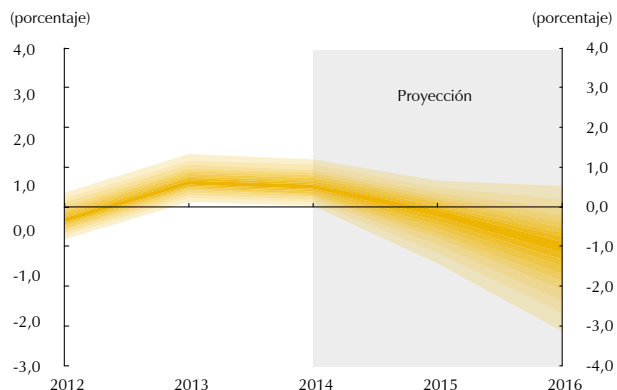
El incremento de la brecha estimada para 2015 se puede explicar parcialmente por un menor crecimiento del PIB potencial. Este último ha sido afectado por el choque negativo a los términos de intercambio, principalmente vía la reducción en la inversión en capital productivo y por un menor crecimiento esperado para 2016.

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

Rango	2015	2016
< 3,0	56,0	50,9
3,0-4,0	41,0	32,4
4,0-5,0	2,9	14,5
5,0-6,0	0,0	2,0
6,0-7,0	0,0	0,1
> 7,0	0,0	0,0
Entre 2 y 4	82,0	61,5
Entre 1,5 y 3	50,2	44,6

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 45
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Respecto al mercado laboral, los modelos sugieren que durante 2015 la tasa de desempleo estaría muy cerca de su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés). Las menores perspectivas de crecimiento económico han incrementado el riesgo de que la TD se incremente y hacia 2016 se ubique por encima de la Nairu.

En suma, los resultados de brecha del producto y Nairu apuntan a unas presiones inflacionarias que habrían sido bajas en lo corrido de 2015, y que continuarían siéndolo durante 2016.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

En los últimos tres meses la economía colombiana enfrentó choques de diversa índole que, si bien fueron contemplados en el balance de riesgos de los informes anteriores, no se tuvieron en cuenta en sus sendas centrales de inflación. En primer lugar, y como se señala en diversas secciones de este documento, el precio del petróleo sufrió una caída importante, adicional a la observada en trimestres anteriores, que llevó a revisar a la baja sus pronósticos para lo que resta del año y para 2016. Algo similar sucedió con los precios de otras materias primas exportadas por el país.

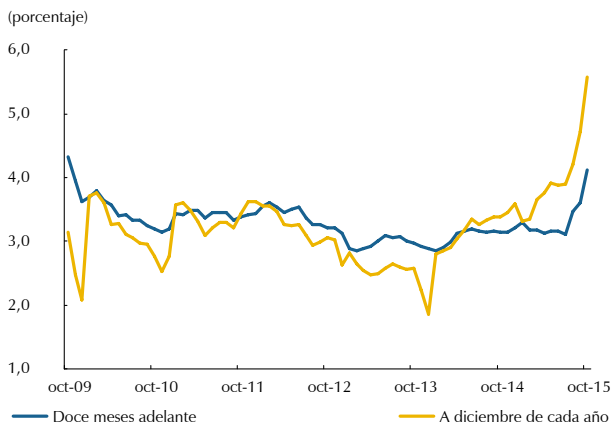
Por otro lado, el crecimiento de nuestros principales socios comerciales, sobre todo de las economías emergentes, estuvo por debajo de lo esperado, con lo cual también disminuyeron las proyecciones de crecimiento de la demanda externa relevante para la economía colombiana. Lo anterior se presentó en medio de un aumento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales por diversos motivos que se discutieron en el capítulo I de este informe, y de una importante depreciación del peso colombiano frente al dólar y otras monedas, que no fue anticipada en los informes de inflación pasados.

Mientras tanto, en el frente interno la economía tuvo un desempeño algo mejor que el previsto durante el segundo trimestre, en especial gracias a una satisfactoria dinámica del consumo privado. Además, la información disponible al tercer trimestre sugiere que este ritmo se mantendría el resto del año. Por ello, para este informe se elevaron los pronósticos de crecimiento para lo que resta de 2015, como se explica en la primera sección de este capítulo.

El riesgo de que las expectativas de inflación se desanclen aumentó.

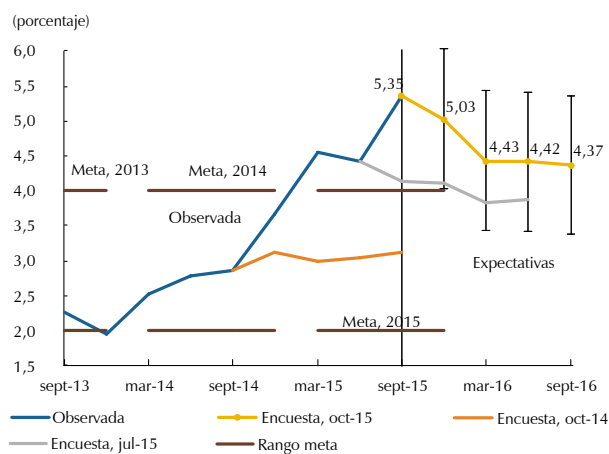
Así las cosas, los riesgos alcistas sobre la inflación para la segunda mitad de 2015 que se identificaron en el informe de junio se materializaron en buena medida en estos últimos tres meses. Estas circunstancias, junto con el fuerte aumento de los precios observado en septiembre, elevaron las expectativas de inflación, situando-

Gráfico 46
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



Fuentes: Banco de la República.

Gráfico 47
Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses) (inflación anual)



Fuente: Banco de la República.

las por encima del techo del rango meta, con lo cual se incrementó el riesgo de que estas se desanclen.

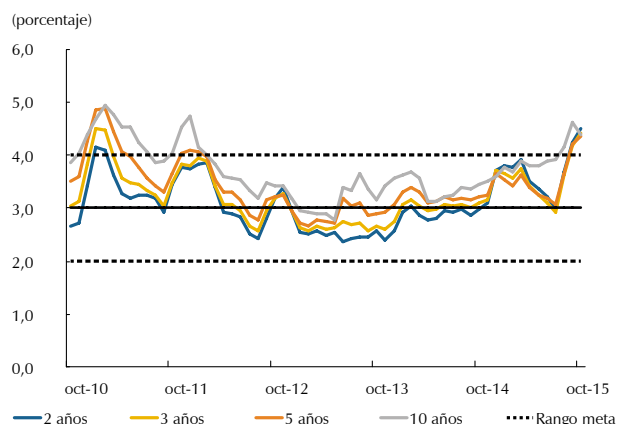
En efecto, según la encuesta mensual efectuada a los operadores del mercado financiero a comienzos de octubre, la inflación esperada para diciembre de este año es de 5,58% y a doce meses es de 4,12%, en ambos casos mayores que las reportadas en junio (de 3,9 y 3,1% respectivamente) (Gráfico 46). Para un horizonte a dos años, la misma encuesta muestra unas expectativas de 3,46% (frente a 3,19% hace tres meses). En el caso de la encuesta trimestral a empresarios realizada por el Banco de la República, también a comienzos de octubre, la inflación esperada a diciembre se situó en 5,03% y a doce meses en 4,37% (Gráfico 47). Por su parte, las estimaciones efectuadas a partir de las tasas de interés de los TES en lo corrido de octubre muestran que las expectativas de inflación para plazos a dos, tres y cinco años habrían aumentado, al ubicarse en 4,51%, 4,44% y 4,38% en su orden (Gráfico 48).

Con unas expectativas en ascenso y que superan la meta de la JDBR a horizontes medios, los choques provenientes de la depreciación del peso y del aumento en el precio de los alimentos perecederos, que en principio suelen ser transitorios, tendrían un impacto permanente sobre la inflación futura. Esta situación está siendo contemplada en los modelos del Banco, razón principal por la cual se elevó la senda central proyectada para la inflación a ocho trimestres.

En particular, en el presente *Informe sobre Inflación* el pronóstico central obtenido a partir de los modelos centrales del Banco muestra que la inflación anual al consumidor convergería mucho más lentamente hacia el punto medio del rango meta de lo que se había previsto en el informe de junio. Es importante señalar que en las nuevas estimaciones se contempló un choque por cuenta de un fenómeno de El Niño de intensidad fuerte dentro de la senda central de pronóstico, y no solo en el balance de riesgo, como se venía haciendo en informes anteriores. Debido a ello, la inflación anual total proyectada se incrementó para diciembre de este año y para marzo de 2016 por encima de los niveles observados en septiembre.

La inflación anual al consumidor se mantendría en niveles superiores al 5% durante los siguientes cuatro trimestres, alcanzando un máximo entre marzo y junio, como resultado de los efectos del fenómeno de El Niño en los precios de alimentos y servicios públicos, principalmente. Observando la evidencia de situaciones

Gráfico 48
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.

similares del pasado, los precios de los alimentos perecederos y su variación anual deberán recibir el impacto principal del menor volumen de lluvias entre el primero y el segundo trimestres del año próximo, en la medida en que la productividad agrícola se ve afectada y que las siembras y cosechas se posponen. Sin embargo, los altos precios junto con la normalización de las condiciones climáticas hacia el segundo semestre de 2016, deberá permitir su descenso, el cual se podría extender hasta la primera mitad de 2017. La destorcida del choque en los precios de los alimentos ayudará a disminuir la inflación anual durante el segundo semestre de 2016 y haría posible que esta converja a la meta de largo de la JDBR (3,0%) entre el primero y segundo trimestres de 2017.

Así, entre el informe anterior y el actual, la proyección para la variación anual de alimentos se incrementó de manera importante para los próximos cuatro trimestres. Se prevé que la variación anual de alimentos, impulsada por los precios de los alimentos frescos y perecederos, alcance un máximo en el segundo trimestre de 2016 y luego descienda, primero de manera lenta, y luego, a finales de año y comienzos de 2017, de manera más pronunciada.

Sumadas a la presiones alcistas por cuenta de los alimentos perecederos, la inflación al consumidor, incluyendo la básica, seguirá aumentando durante unos meses debido al traspaso de la depreciación acumulada del peso. Con respecto a las proyecciones presentadas en el informe de junio, en esta oportunidad se revisó al alza la senda prevista para la variación anual de transables sin alimentos ni regulados debido a que durante el tercer trimestre del año en curso se observó una depreciación importante que no fue anticipada en el informe anterior.

Al respecto, cabe señalar que la proyección central de inflación que se presenta en este informe contempla una senda para el tipo de cambio superior a la empleada anteriormente. En la medida en que se estima que un porcentaje importante de la depreciación observada en el tercer trimestre es permanente, el impacto sobre los precios de transables debe extenderse al cuarto trimestre de 2015 y a comienzos de 2016. Además, los efectos de la depreciación deberán tener también un impacto directo en los precios de varios bienes y servicios no transables, según se explicó en el informe anterior (véase el Recuadro 2 del *Informe sobre Inflación* de junio de 2015, p. 53) y en los precios de alimentos de origen importado, esto último, pese a que los precios internacionales registrarían niveles más bajos que un año atrás. Cabe señalar que, de acuerdo con diversas estimaciones, la trasmisión directa de los movimientos en el tipo de cambio a los precios al consumidor tiende a suceder con un rezago entre uno y dos trimestres.

La proyección para la variación anual de alimentos se incrementó de manera importante en este informe.

El aumento de las expectativas de inflación y el funcionamiento de los mecanismos de indexación explican en parte el incremento de la proyección del IPC de no transables.

Por su parte, la proyección del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, implícita en el escenario central, también aumentó a un horizonte relativamente extenso, de tal forma que ahora se espera que la variación anual de este índice se mantenga cerca del techo del rango meta durante todo 2016 y a comienzos de 2017. Fuera del impacto moderado que tendría la mayor depreciación acumulada prevista, como ya se explicó, otros factores sustentan esta revisión de la proyección. Los dos más importantes tienen que ver con el aumento de las expectativas y con el funcionamiento de los mecanismos automáticos de indexación en momentos en que la inflación registra una tendencia ascendente marcada y por encima del rango meta. En el caso de este grupo de bienes y servicios, estos dos factores son en particular importantes e imprimen una inercia considerable a los ajustes de precios.

El tercer factor tiene que ver con la revisión de la brecha del producto, la cual se estima estaría siendo menos negativa en la segunda mitad de 2015 y a lo largo de 2016 que lo contemplado en el informe de junio, debido a la mayor proyección de crecimiento para lo que resta de 2015 y pese al menor pronóstico para el próximo año (como se explica en la primera sección de este capítulo). De todas maneras, en el informe actual la brecha del producto se sigue haciendo más negativa, lo cual, en el largo plazo, constituye un factor que ayuda a la variación anual de no transables y a la inflación total a retornar a la meta de inflación del 3,0%. Sin embargo, en las actuales estimaciones esto sucede más lentamente que en los informes anteriores.

La revisión al alza de los pronósticos también cobijó al IPC de regulados por las limitaciones que enfrenta la oferta de gas natural, sumada al impacto del fenómeno de El Niño. En el caso del gas, en la actualidad el país presenta una estrecha oferta que restringe su suministro para la generación térmica de energía en momentos en que el déficit de lluvias debidas a “El Niño” reduce la capacidad de generación de energía hidráulica. En la medida en que las termoeléctricas tengan que operar con combustibles líquidos como sustitutos del gas, los costos de operación se incrementan y esto tenderá a transferirse a las tarifas al consumidor vía diversos mecanismos¹⁰. Por otro lado, el aumento de la inflación en tan corto tiempo también golpeará las tarifas de acueducto, pues se esperan incrementos en octubre y noviembre, ya que a septiembre se acumularon 3 pp desde los ajustes anteriores que se efectuaron a comienzos de este año. Esto ocurriría de acuerdo con la regulación que rige a este subsector.

Finalmente, la inflación al consumidor hacia el cuarto trimestre de 2015 y hacia 2016 también estará sometida a presiones alcistas que se originan en el efecto indirecto de la depreciación acumulada sobre los costos de producción no salariales. Igualmente, el registro relativamente alto que se espera para la inflación a finales

Sin embargo, en el largo plazo, una brecha del producto más negativa ayuda a que la variación anual del IPC de no transables converja al 3%.

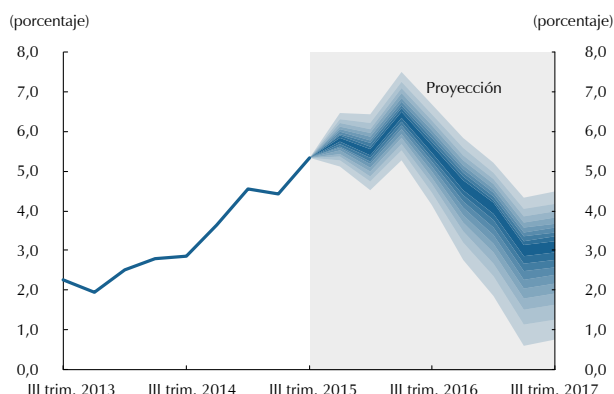
10 A finales de octubre el Ministerio de Minas y Energía determinó incrementar en COP7 el kilovatio por hora, con el propósito de reconocer los mayores costos asociados con la generación térmica, debido a una escasa disponibilidad de gas natural y a la necesidad de utilizar combustibles líquidos con mayor intensidad. El reajuste se empezaría a sentir a finales de año.

de este año afectará las negociaciones salariales para 2016, generando presiones alcistas sobre los costos laborales y, por esta vía, sobre los precios al consumidor.

2. Balance de riesgos

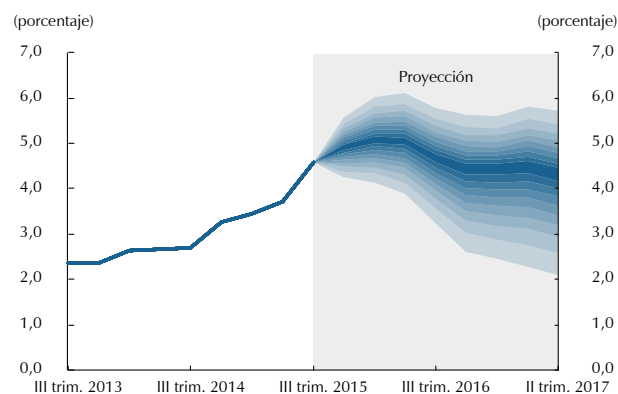
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 49 y 50. En esta ocasión se tiene una mayor incertidumbre respecto al balance anterior, hecho que se asocia con los posibles efectos de la presencia de un fenómeno de El Niño de intensidad fuerte sobre los precios de alimentos y regulados. A ello se suma una incertidumbre que sigue siendo alta en torno al desempeño económico de los socios comerciales y a la evolución de las cotizaciones del petróleo y del tipo de cambio. Como se mencionó, parte de los riesgos identificados en el informe anterior se han materializado en los últimos meses, destacándose el mayor nivel de la tasa de cambio, el aumento de las expectativas de inflación y los mayores precios de los alimentos como consecuencia de El Niño. Asimismo, la senda central de pronóstico de inflación aumentó como se explicó antes; sin embargo dadas las consideraciones que se presentan a continuación, se justifica un sesgo a la baja sobre esta senda central durante los próximos ocho trimestres.

Gráfico 49
Fan chart de la inflación total



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 50
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

Los principales riesgos a la baja son:

Una demanda externa menor a la prevista en la senda central de pronóstico: este informe tiene en cuenta una reducción considerable en los supuestos de crecimiento económico de los socios comerciales para 2015 y 2016 en el escenario central. Sin embargo, aún se perciben factores de riesgo que podrían llevar a una dinámica aún más lenta en estas economías. El primero de ellos tiene que ver con la posible senda que tomen los precios de las materias primas en los próximos trimestres, la cual podría ser inferior a la contemplada en este informe dados los riesgos de excesos de oferta que enfrentan los mercados mundiales de estos bienes. A ello se suma

Los bajos precios del petróleo podrían afectar el consumo y la inversión con mayor fuerza que lo considerado en el escenario central de este informe.

un impacto mayor de la caída ya observada de los términos de intercambio sobre las economías de la región. Además, otras economías que son socios importantes del país también pueden enfrentar mayor incertidumbre política que terminaría castigando aún más su crecimiento.

Fuera de América Latina, en el caso de China, los riesgos a la baja son importantes y siguen vinculados a potenciales problemas de estabilidad financiera que se suman al débil desempeño de su balanza comercial. Eso podría generar una desaceleración económica más marcada que lo previsto.

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, lo que afectaría asimismo, el dinamismo de su demanda interna y ejercería presiones a la baja sobre la inflación al consumidor, sobre todo en 2016.

Un menor crecimiento interno que el contemplado en el escenario central por factores internos: los bajos precios del petróleo, sobre los que hay amplia incertidumbre respecto a su posible recuperación en los próximos años, podrían afectar con mayor fuerza el consumo y la inversión locales. Además, no se pueden descartar riesgos respecto a las posibilidades de financiamiento a las que se pueda acceder para llevar a cabo los diferentes proyectos de infraestructura y construcción de edificaciones. De hecho, este último sector puede perder el impulso más aceleradamente de lo previsto en caso de que los precios de la finca raíz se estanquen o empiecen a caer. Estos riesgos son más altos en el segmento de oficinas y locales comerciales en algunas ciudades, donde a la fecha se perciben algunos indicios de exceso de oferta.

Por otro lado, ante la caída de los recursos del sector público por el menor precio del petróleo, es probable que se tenga que acudir a una disminución del gasto o a un aumento de impuestos que garantice la estabilidad fiscal. Esto castigará el ingreso disponible de los hogares con consecuencias sobre el consumo privado. El solo anuncio de este tipo de decisiones puede generar expectativas adversas que terminan afectando el gasto en forma anticipada.

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

Una destorcida fuerte de los precios de los alimentos perecederos: hacia finales de 2016 y comienzos de 2017 la oferta agropecuaria puede responder de manera más pronunciada que lo esperado ante el incremento de los precios que, como consecuencia del fenómeno de El Niño, se observaría durante lo que resta del año y comienzos de 2016. Esto provocaría un ajuste a la baja más rápido y fuerte de la inflación de alimentos, que lo contemplado en la senda central de pronóstico.

La senda central de pronóstico contempla el impacto de un fenómeno de El Niño fuerte.

A su vez, ello podría hacer que la inflación total al consumidor converja más rápidamente a la meta del 3,0% en 2016 y que se sitúe por debajo de este número en 2017, sobre todo si contribuye a reducir las expectativas de inflación y disminuir el impacto de la indexación.

Los riesgos al alza considerados son:

Mayores precios de los alimentos y regulados respecto a lo contemplado: la senda central de pronóstico para la inflación contempla el impacto de un fenómeno de El Niño de intensidad fuerte, el cual se extendería hasta finales del primer trimestre, de acuerdo con diversas agencias de meteorología. Su impacto sobre los precios se estimó teniendo en cuenta episodios similares del pasado, en los que este mismo fenómeno ha afectado de manera importante los precios de los alimentos perecederos. No obstante, los cambios en el sector agropecuario que pueden haberse registrado en los últimos años y el mayor acceso a la información sobre el clima por parte de los productores pueden modificar la respuesta de la oferta, por ejemplo cambiando la periodicidad de las siembras y cosechas. Por lo tanto, es conveniente considerar que persiste un riesgo alcista sobre la senda central de pronóstico por cuenta de los precios de los alimentos, en especial hacia finales de 2015 y durante la primera mitad de 2016.

Además de los efectos en los precios de los alimentos, el fenómeno climático puede llevar a ajustes de magnitud superior a los contemplados, en las tarifas de energía. Dada la alta regulación del sector y los numerosos cambios que se han efectuado a la misma, resulta difícil pronosticar el impacto de El Niño con base en los episodios anteriores.

Desanclaje de las expectativas de inflación: la inflación anual se ha ubicado por encima del techo del rango meta de largo plazo durante los tres trimestres observados del año y se espera que este comportamiento se mantenga durante varios trimestres más, aunque con una tendencia decreciente a partir de la segunda mitad de 2016. Si bien esta situación obedece, en principio, a choques transitorios, los agentes han ajustado sus expectativas al alza y podrían seguir haciéndolo. En estas circunstancias, el riesgo de que las expectativas se desanclen podrían materializarse pronto, lo que generaría efectos persistentes sobre la inflación, en especial la básica.

El fenómeno de El Niño puede llevar ajustes en las tarifas de energía mayores que las contempladas en la senda central de pronóstico.

Dado todo lo anterior, y luego de ponderar los distintos riesgos que se plasman en los *fan chart*, se estima que la probabilidad de que en 2016 la inflación total se ubique en un rango entre 2 y 4% es de 33% (Cuadro 8). Es importante tener en cuenta que la senda central de pronóstico presentada en este informe supone una política monetaria activa, con tasas de interés que se ajustan para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación en el largo plazo.

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

Rango	2015	2016
< 2,0	0,0	1,3
2,0-2,5	0,0	2,5
2,5-3,0	0,0	5,5
3,0-3,5	0,0	10,1
3,5-4,0	0,0	15,5
> 4,0	100,0	65,2
Entre 2 y 4	0,0	33,5

Fuente: cálculos del Banco de la República.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

La economía colombiana ha mantenido tasas de crecimiento positivas en medio de los fuertes choques externos que enfrenta.

El ajuste en la cuenta corriente ha sido más lento de lo esperado, a pesar de la significativa depreciación del peso.

El endeudamiento del sector privado continúa mostrando un crecimiento superior al del PIB nominal y los precios de la vivienda se han desacelerado.

En el presente año el país ha enfrentado varios choques externos. En primer lugar, un fuerte deterioro en los términos de intercambio por cuenta de la caída de las cotizaciones internacionales de nuestros principales productos de exportación, en particular por el descenso del precio del petróleo. Segundo, la desaceleración económica de nuestros socios comerciales, en especial los de América Latina, los cuales solían ser los principales destinos de los productos manufacturados. Todo esto en un entorno de desaceleración mundial que puede estar generando un estancamiento general del comercio (véase Recuadro 1) y que hace prever que los precios de nuestros productos de exportación permanecerán bajos por algún tiempo. Tercero, la incertidumbre sobre el inicio de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y las posibles consecuencias que esto pueda tener en el financiamiento de las economías emergentes, como la colombiana.

En este contexto, entre julio de 2014¹¹ y septiembre de 2015 el peso se depreció 65% frente al dólar de los Estados Unidos y 47% frente al promedio de las monedas de los principales socios comerciales (entre 29% y 43% en términos reales, según el deflactor que se utilice). Con respecto a la balanza comercial, como se mencionó en el capítulo I, el ajuste ha sido asimétrico y más lento de lo esperado.

¹¹ Mes en el que la tasa de cambio del peso frente al dólar alcanzó el mínimo valor en 2014.

En efecto, en lo corrido del año a agosto el valor en dólares de las exportaciones cayó 33,8%, mientras que en el mismo período las importaciones lo hicieron en 11,8%, hecho que se ha reflejado en un mayor déficit en la cuenta corriente.

Al mismo tiempo el país ha continuado recibiendo financiamiento externo. Las cifras muestran que la contracción de la inversión directa dirigida al sector petrolero ha sido, en parte, compensada por un mayor nivel de inversión en cartera (portafolio) y por crédito externo. Esto ha permitido que la economía se ajuste de manera gradual, a pesar del fuerte deterioro del ingreso nacional debido a la caída de los términos de intercambio.

El financiamiento en pesos tampoco ha registrado un deterioro significativo en su dinámica. Las cifras disponibles indican que las empresas han sustituido préstamos en moneda extranjera (M/E) por créditos en pesos, disminuyendo su exposición al riesgo cambiario. A la vez, la cartera otorgada a los hogares (consumo e hipotecaria), a pesar de mostrar algunas señales de desaceleración, aún se muestra dinámica. El mercado de vivienda, por su parte, empieza a mostrar alguna desaceleración en sus precios.

Como se ha mencionado en informes anteriores, la disponibilidad de financiamiento externo, el comportamiento de la demanda interna y la capacidad de generar ingresos que sustituyan las menores exportaciones de materias primas son los factores que determinarán el nivel y la velocidad del ajuste a las nuevas condiciones externas. Sin embargo, persisten los riesgos de que el ajuste no sea ordenado. Por tal razón es pertinente continuar monitoreando la evolución y las perspectivas de algunas variables, como la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el endeudamiento y los precios de la vivienda. Para complementar el análisis de cada una de estas variables se presenta el índice de desbalance macroeconómico (IDM).

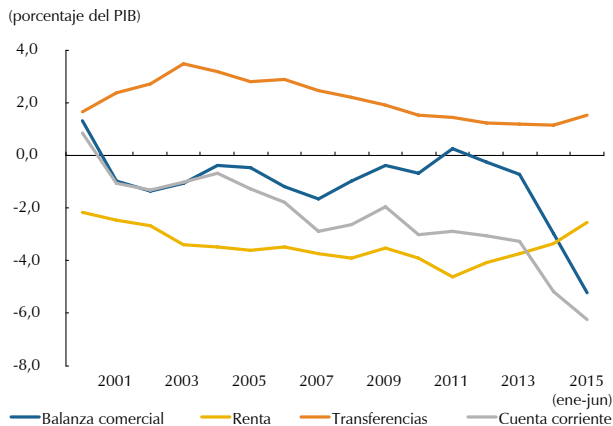
A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

En los últimos años el déficit de la cuenta corriente como porcentaje del PIB se ha ampliado de forma sostenida (Gráfico 51). En términos de sus componentes, la tendencia de la cuenta corriente está determinada principalmente por la balanza comercial de bienes y servicios, la cual ha tenido un desbalance significativo por cuenta del mayor deterioro de las exportaciones frente a las importaciones. Mientras que las ventas externas de bienes han venido disminuyendo, al pasar de 17,7% del PIB en el primer semestre de 2011 a 13,6% a junio de 2015, las importaciones han mantenido una tendencia creciente, llegando a su nivel máximo en el acumulado del primer semestre de este año (17,4% del PIB) (Gráfico 52). Este incremento del déficit comercial explica, en mayor medida, que el déficit corriente haya aumentado de 2,9% en 2011 a 6,2% entre enero y junio de 2015.

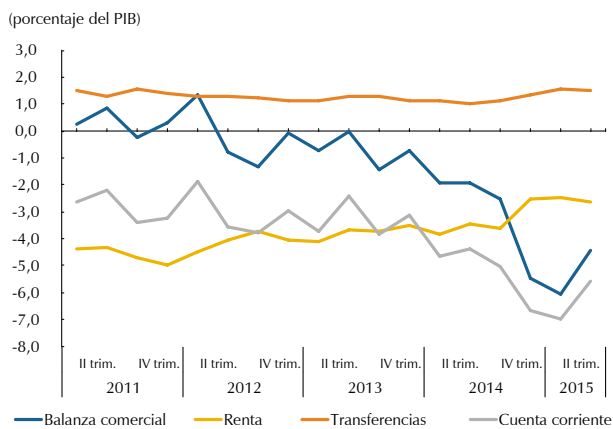
Como se mencionó en el capítulo I de ese *Informe*, tanto las exportaciones como las importaciones se han reducido en el último año, siendo más pronunciada la disminución de las ventas externas. Los bajos niveles de precios de nuestros principales productos de exportación han impactado su valor. Al tiempo, la baja dinámica

Gráfico 51
Cuenta corriente y sus componentes

A. Anual



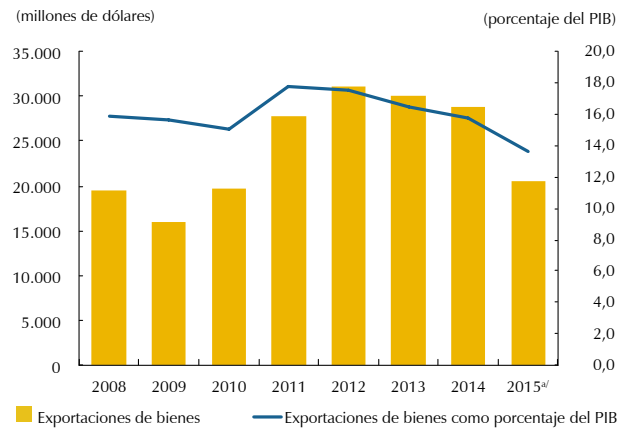
B. Trimestral



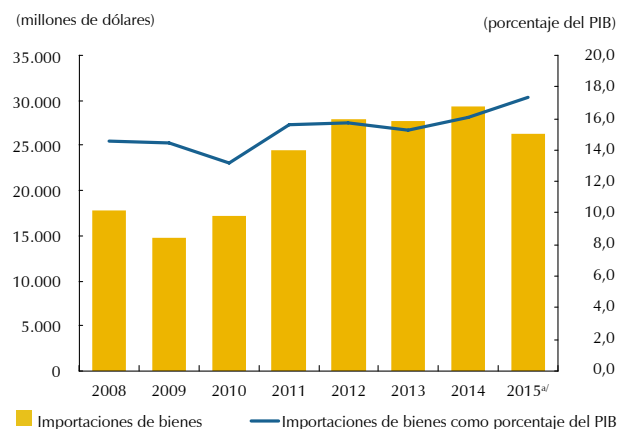
Fuente: Banco de la República (balanza de pagos de Colombia).

Gráfico 52
Exportaciones e importaciones de bienes.
Acumulado enero-junio

A. Exportaciones



B. Importaciones



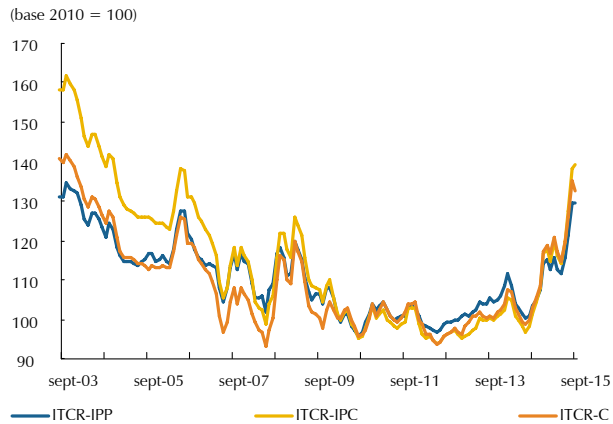
Fuentes: Banco de la República (balanza de pagos de Colombia), DIAN y DANE.

del comercio mundial, y la debilidad de la demanda en varios de los mercados a los que enviamos la mayor parte de los bienes industriales, ha mitigado el impacto positivo que debería generar la fuerte depreciación real del peso sobre las ventas externas.

Desde mediados de 2014 la tasa de cambio real frente a los principales socios comerciales ha mostrado una depreciación y ha retornado a niveles similares a los registrados en 2006 (Gráfico 53). En el promedio enero-septiembre y frente a igual período de 2014 la depreciación real del peso ha sido generalizada, siendo las más fuertes las registradas frente a Ecuador, Argentina, Panamá, China y los Estados Unidos (Gráfico 54).

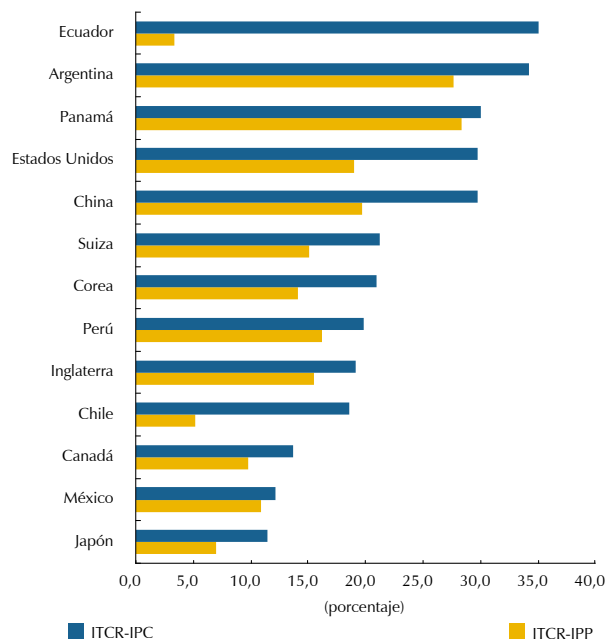
El marcado deterioro de los términos de intercambio explicaría gran parte de la depreciación real. Como se explicó en el capítulo I de este Informe, las cotizaciones internacionales de los principales productos de exportación de Colombia han

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.

Gráfico 54
Depreciación real anual frente a algunos de los principales socios comerciales^{a/}



a/ Se incluyen los principales socios comerciales para los cuales la variación anual del promedio enero-septiembre de 2015 del ITCR-IPC o el ITCR-IPP es mayor a 10%.
Fuente: Banco de la República.

tenido caídas importantes que han sido parcialmente compensadas por reducciones en los precios de los bienes importados. La evolución de otras variables, como la prima de riesgo, también soportaría ese comportamiento de la tasa de cambio real.

A pesar del deterioro en el ingreso nacional, el país ha seguido contando con buen acceso al financiamiento externo. En lo corrido del año las inversiones directas continúan aportando la mayor proporción de recursos, seguidas por la cartera y créditos de deuda externa. Con respecto a las inversiones de cartera, en lo corrido de 2015 a junio son las segundas más altas observadas de la historia¹². Los préstamos y otros créditos externos han mostrado una menor dinámica, aunque se ubican cerca al promedio del período entre 2007 y 2015 (-0,6% como porcentaje del PIB) (Gráfico 55).

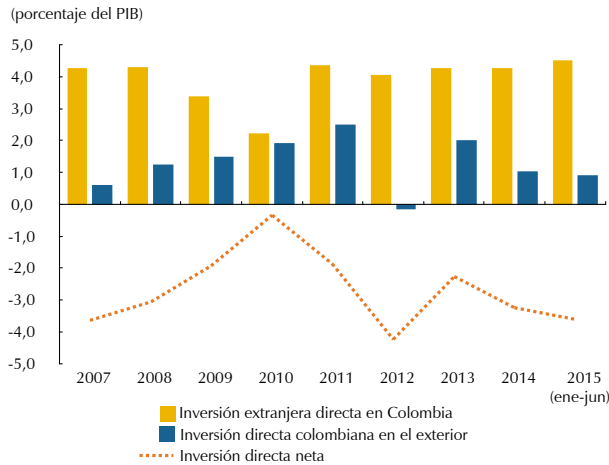
Si los elevados niveles de financiamiento externo continúan y contribuyen a mantener alto el déficit de la cuenta corriente, la economía colombiana se tornaría más vulnerable a choques externos adversos. Un escenario como este podría ser factible si los agentes públicos y privados del país consideran que la actual reducción del ingreso nacional es transitoria y, por tanto, no ajustan su nivel de gasto y recurren al financiamiento. La vulnerabilidad sería mayor si la fuente de este financiamiento es principalmente la inversión de cartera (inversión de portafolio) o los préstamos, los cuales son más susceptibles a una reversión ante choques externos adversos.

De todos modos, la posibilidad de que se presente un fuerte deterioro del financiamiento externo, que genere un ajuste abrupto del déficit corriente es un riesgo a considerar en el mediano plazo. Factores como caídas adicionales en el precio del petróleo, incrementos importantes de las tasas de interés de las economías desarrolladas o mayores aumentos en las primas de riesgo por factores internos podrían contribuir a materializar este riesgo.

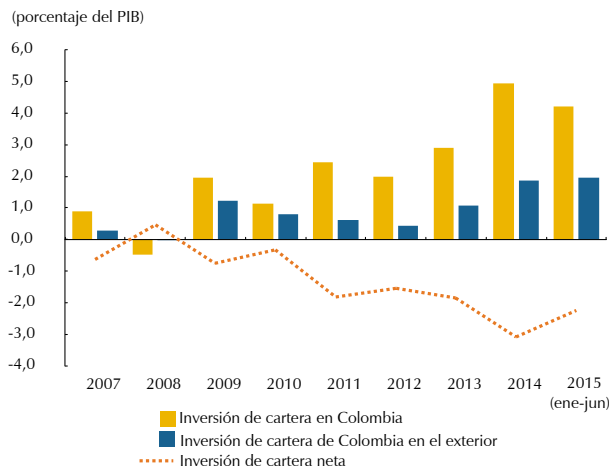
12 En 2014 fue el mayor registro desde 1970 y se observaron entradas significativas de inversión de cartera por cuenta del rebalaceo de los índices de deuda soberana emergente en moneda local de JP Morgan.

Gráfico 55
Flujos de financiamiento externo (principales componentes)

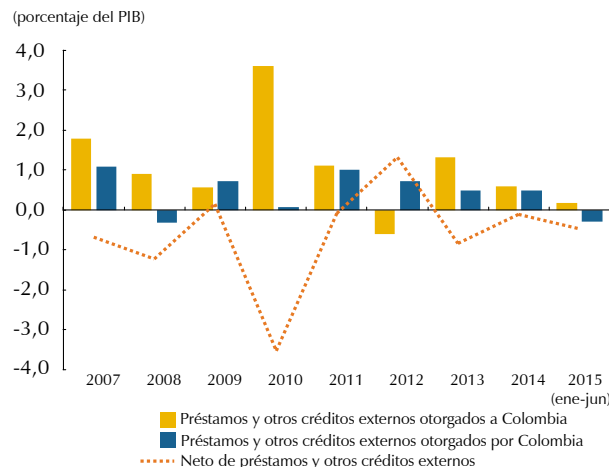
A. Inversión directa



B. Inversión de cartera



C. Préstamos y otros créditos



Fuentes: Banco de la República (balanza de pagos de Colombia), DIAN y DANE.

B. ENDEUDAMIENTO

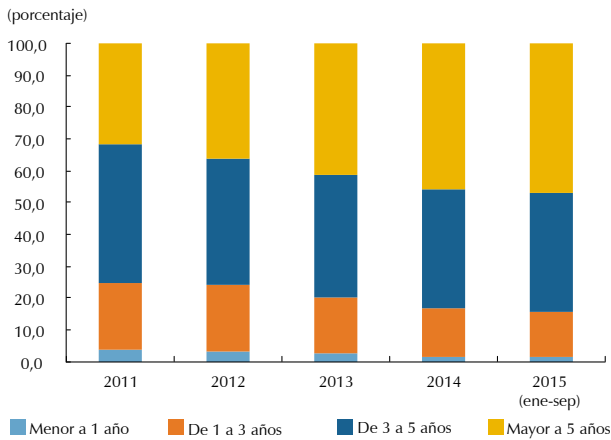
Al tercer trimestre de 2015 el endeudamiento del sector privado continuó mostrando un crecimiento superior al del PIB nominal. En cuanto al endeudamiento de las empresas, los préstamos otorgados por los establecimientos de crédito en pesos se han acelerado recientemente y a septiembre crecían a tasas cercanas al 16%. Una parte de este repunte puede obedecer a sustitución de financiación en moneda extranjera (M/E) por moneda local, tal como lo reportaron los bancos en la *Encuesta de endeudamiento externo y cupos* de junio de 2015. En dicho sondeo los bancos manifestaron que las empresas del sector real están sustituyendo financiamiento en M/E por financiamiento en pesos para no asumir riesgo cambiario, y por la reducción en el volumen de comercio exterior. No obstante, el endeudamiento externo directo con entidades financieras del exterior y con proveedores mantiene buenos ritmos de aumento (9% anual en dólares). Por su parte, la emisión de bonos en el mercado local se incrementó solo 3% anual en el tercer trimestre.

En una coyuntura como la actual, donde el peso se ha depreciado significativamente, es natural preguntarse por el impacto de dicho fenómeno sobre los balances de las empresas con deudas en M/E y sobre el sistema financiero. Aunque una parte importante de la deuda está en cabeza de sectores con vocación no transable, los ejercicios que ha realizado el Banco con la información disponible, hasta el momento no muestran señales de alerta (véase el Recuadro Endeudamiento en ME y el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2015).

En cuanto al endeudamiento de los hogares, en lo corrido del año el crecimiento de la cartera de consumo se ha mantenido en torno al 13% anual, mientras que el de la hipotecaria se ha desacelerado (de cerca de 18% anual a 14% en el tercer trimestre). El endeudamiento de las familias lleva varios años con crecimientos superiores a los de su ingreso¹³. Sin embargo, los menores niveles de tasas de interés de los

13 Según la GEIH, en los últimos cinco años el ingreso de los hogares habría crecido en promedio 5,5% anual (en términos nominales).

Gráfico 56
Desembolsos de créditos de consumo según plazo



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

préstamos de los últimos años y los plazos más largos han suavizado el incremento en la carga financiera de los hogares (Gráfico 56).

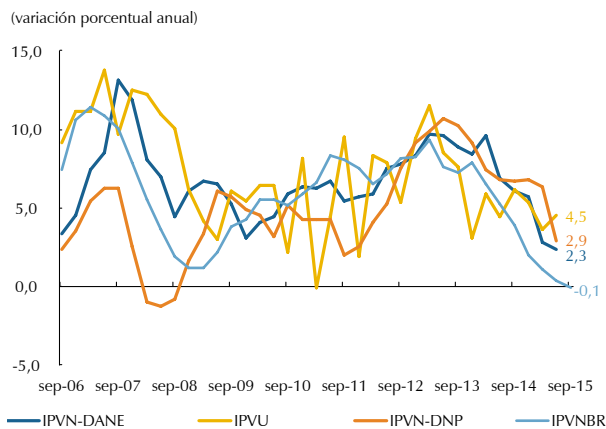
Si bien hasta el momento no se ha presentado una reducción en el financiamiento, algunos factores hacen prever que el crédito tendrá una menor dinámica. En primer lugar, en el más reciente *Reporte sobre la Situación del Crédito*, los bancos manifestaron que han incrementado sus exigencias para otorgar nuevos préstamos, al tiempo que han percibido un aumento en las solicitudes (excepto para vivienda). Por otra parte, el mayor costo de financiamiento externo e interno, generado por los aumentos esperados en la tasa de interés en los Estados Unidos y por los incrementos registrados en la tasa de interés de referencia del Banco de la

República, deberá desestimular la demanda de crédito. Finalmente, en un entorno de desaceleración económica cabe esperar que tanto la oferta como la demanda de crédito sean menos dinámicas.

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

La información disponible para 2015 muestra que los precios de la vivienda se han desacelerado, aunque en general mantienen crecimientos anuales superiores a la inflación al consumidor. En términos nominales, al segundo trimestre los índices de precios de la vivienda nueva y usada calculados por el Banco de la República (IPVN_BR e IPVU) registraron variaciones anuales de 4,9%¹⁴ y de 9,2% respectivamente, mientras el índice de precios de la vivienda nueva del DANE presentó una variación anual de 7,0% y para vivienda nueva en Bogotá el del DNP una de 7,5%. Por cuenta del aumento reciente en la inflación al consumidor, la desaceleración es mayor si se miran las cifras relativas al IPC (-0,1%, 4,5%, 2,3% y 2,9%, respectivamente) (Gráfico 57).

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

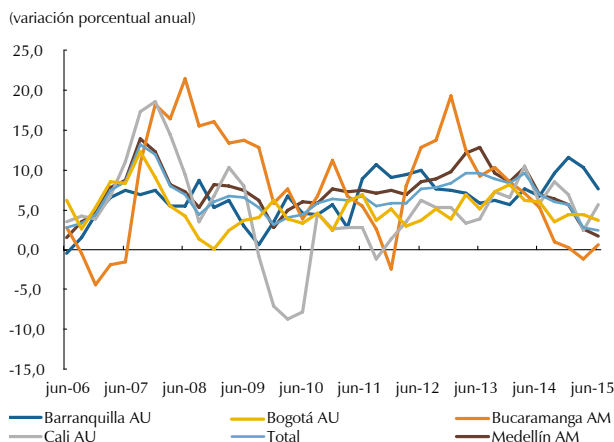


a/ Información al segundo trimestre de 2015 para el IPVN-DANE, el IPVU y el IPVN-DNP. Para el IPVNBR el último dato corresponde al tercer trimestre de 2015. Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

Los datos desagregados para las principales áreas urbanas y metropolitanas publicados por el DANE muestran que los incrementos (relativos al IPC) aún son significativos en casos como Barranquilla o Cali (con una variación anual de 7,6% y 5,6% a junio). En

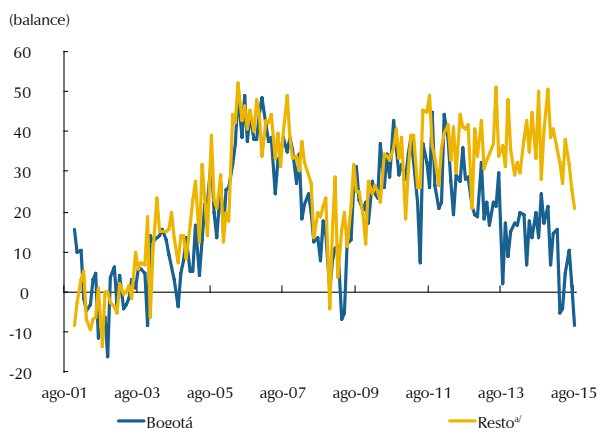
14 4,8% para la vivienda nueva a septiembre.

Gráfico 58
Precios de la vivienda en Colombia^{a/}



a/ Relativos al IPC de cada ciudad.
AM: área metropolitana.
AU: área urbana.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 59
Disposición a comprar vivienda del índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo



a/ Incluye Medellín, Cali y Barranquilla; no incluye Bucaramanga.
Fuente: Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

el caso de Bogotá, que es el mercado más grande¹⁵, se mantiene la desaceleración en los precios (Gráfico 58).

Hacia adelante se espera que continúe la moderación que se viene observando en el aumento de los precios. Las cifras disponibles de Camacol muestran que si bien las ventas (en unidades) continúan en niveles altos frente a los promedios desde 2008 en varias zonas del país, el número de unidades de vivienda nueva disponibles para la venta ha tendido a aumentar en las principales ciudades.

Por el lado de la demanda, también hay factores que indican que puede haber menos presión sobre los precios. Los más importantes, la desaceleración de la economía y un posible deterioro en los indicadores de empleo, deberían afectar las decisiones de inversión de las familias en ese activo. De hecho, la disposición a comprar vivienda, medida por el indicador que calcula Fedesarrollo, se ha reducido considerablemente. En el caso de Bogotá, este se encuentra en el mínimo desde 2003, y para el resto del país ha comenzado a disminuir (Gráfico 59).

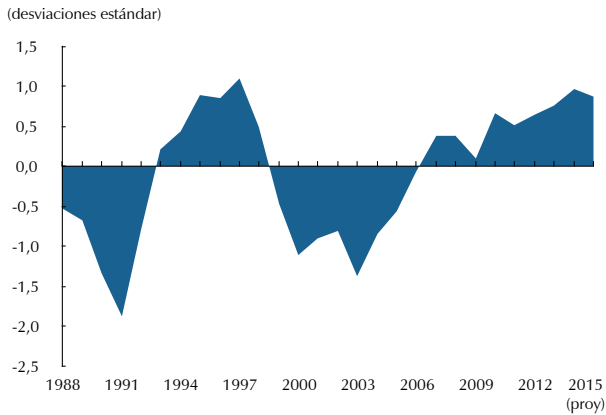
La menor disposición a comprar vivienda también puede ser el reflejo de una menor rentabilidad esperada de este tipo de inversión en comparación con otros activos. En efecto, la misma desaceleración en los precios y la perspectiva del incremento en las tasas de interés locales y externas pueden estar haciendo más atractivos otros activos como estrategia de inversión. En cuanto al aumento de la tasa de interés local, si bien el Gobierno ha anunciado subsidios a la tasa de

interés para compradores de unidades de vivienda de interés social (VIS) y no VIS nuevas para el año 2016 y 2017 en el marco del PIPE 2.0¹⁶, a la fecha en que se redactaba este informe aún no se conocía cómo operaría el dirigido a la compra de vivienda no VIS (el dirigido a la compra de VIS se enmarcaría en el programa Mi Casa Ya).

15 Según las cifras de Camacol, Bogotá y Soacha representan cerca del 25% de las ventas de vivienda del total nacional (entre 2008 y 2010 eran más del 40%).

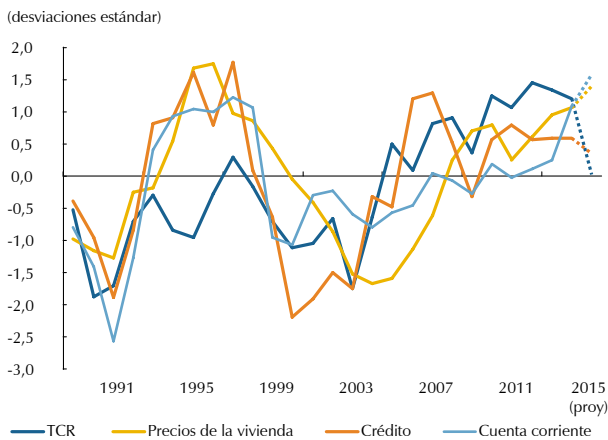
16 Los anuncios indican que el Gobierno ampliará en 30.000 cupos el programa Mi Casa Ya (dirigido a compradores de vivienda de interés social) y otorgará 50.000 cupos para subsidio de tasa de interés para compradores de viviendas con precio entre 135 SMMLV y 335 SMMLV (entre COP90 y COP216 millones aproximadamente).

Gráfico 60
Índice del desbalance macroeconómico



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

Gráfico 61
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito^{a/}



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

Tercero, como se mencionó en la sección anterior, el nivel de endeudamiento de los hogares ha aumentado en los últimos años y esto puede limitar el acceso al financiamiento para la compra de vivienda. De hecho, la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia* indica que ha ganado relevancia la capacidad de pago del solicitante como dificultad al momento de otorgar nuevos créditos.

D. ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

De acuerdo con lo presentado en las secciones anteriores, la información disponible apunta a que para todo 2015 se tendrá un aumento en el déficit en la cuenta corriente, una fuerte depreciación real y alguna desaceleración en los precios de la vivienda. Por su parte, el endeudamiento parecería mantener su tendencia.

Así, las estimaciones del equipo técnico del Banco indican que el desbalance agregado de la economía se habría reducido un poco frente al registrado el año anterior, por cuenta, principalmente, de la fuerte corrección de la brecha del tipo de cambio. La cuenta corriente continúa siendo la principal fuente de vulnerabilidad, seguida de los precios de la vivienda (gráficos 60 y 61). Según las proyecciones presentadas en este informe, en el escenario más probable para 2016 cabe esperar que continúe la corrección de algunos de estos desbalances.

Recuadro 2

ENDEUDAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS Y SU IMPORTANCIA PARA EL SISTEMA FINANCIERO LOCAL

Viviana Alfonso
Luis Hernán Calderón
Sergio Restrepo
Gloria Sarmiento *

1. Introducción

Durante los últimos quince años el saldo de la deuda externa del sector privado se incrementó sustancialmente. Por un lado, la deuda externa del sector corporativo¹ duplicó el saldo, al pasar de USD 11.334 millones (m) en diciembre de 2000 a USD 25.005 m en junio de 2015. Por otro lado, la deuda externa de los bancos colombianos pasó de USD 1.461 m a USD 12.925 m, con un crecimiento de más del 800%. La apreciación del peso durante varios años, así como las bajas tasas de interés en el exterior (en comparación con las de los préstamos en pesos) actuaron como incentivo para que esto ocurriera.

En general, el sector real demanda préstamos en moneda extranjera (ME), de entidades en el exterior o del sistema financiero local, para financiar capital de trabajo, operaciones de comercio exterior o para la compra de activos. El sector financiero, por su parte, lo hace principalmente como intermediario, esto es, utiliza sus cupos de crédito en el exterior para otorgar préstamos en ME a sus clientes y, en los últimos años, para adquirir entidades financieras en otros países.

El esquema de tipo de cambio flexible adoptado por Colombia desde 1999 contribuye a la estabilidad financiera del país, al evitar la toma excesiva de riesgo cambiario por parte del sector real. En la misma dirección, buena parte de la regulación del sistema financiero está encaminada a limitar su exposición cambiaria. Sin embargo, tras una depreciación de más del 50%, como la que ha tenido el peso colombiano desde julio de 2014 frente al dólar, las empresas con endeudamiento en ME, y que no contaban con algún

tipo de cobertura, pudieron verse expuestas a incrementos sustanciales de sus costos financieros y detrimentos en su patrimonio.

Este recuadro presenta una caracterización de las firmas del sector privado real con endeudamiento en ME y muestra la importancia de estos préstamos en los balances de los establecimientos de crédito. De igual manera, se exponen los principales resultados de ejercicios que se detallan en el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2015 sobre el impacto que tendría un incumplimiento de las obligaciones financieras por parte de las empresas endeudadas en ME con la banca local.

2. Endeudamiento en moneda extranjera del sector privado real

El saldo de la deuda en ME del sector corporativo real ha tenido un crecimiento significativo en lo corrido del siglo. En particular desde 2006, tanto la deuda con establecimientos de crédito en Colombia, como aquella con agentes del exterior, ha aumentado sostenidamente (excepto durante la crisis financiera internacional). Desde 2008 el crecimiento promedio de la deuda en ME ha sido mayor que el del PIB nominal en dólares. A junio de 2015 la deuda en ME del sector privado real se estima alrededor de 10,5% del PIB² (Gráfico R2.1).

a. Deuda contratada con agentes del exterior

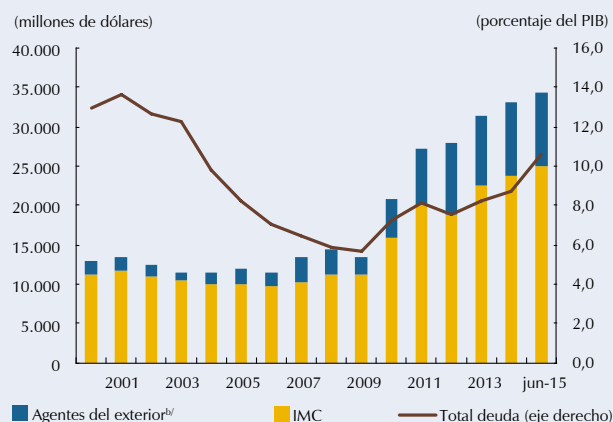
A partir de los informes de endeudamiento en ME reportados por las empresas al Banco de la República, a junio de 2015 la deuda externa de sector privado real se ubicó en USD 25.005 m. Esta deuda está concentrada en los sectores de transporte y comunicaciones (USD 8.652 m, 35%), comercio (USD 6.124 m, 24%), industria manufacturera (USD 3.448 m, 14%) y minería (USD 2.891 m, 12%) (Cuadro R1.1). Por número de firmas, el comercio y la industria manufacturera son las ramas que agrupan la mayoría de los deudores (52% del total). Sin embargo, el mayor saldo pro-

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

1 Se incluyen préstamos, *leasing* financiero, bonos y crédito comercial con agentes del exterior. No incluye patrimonios autónomos administrados por sociedades fiduciarias, vehículos financieros, entidades financieras, fondos de pensiones. No contempla ninguna entidad del sector público.

2 Corresponde a la suma de la deuda con agentes del exterior del sector privado real informada al Banco de la República (de acuerdo con lo establecido en la circular externa DCIN-83) y la cartera en ME de los establecimientos de crédito (a diciembre de 2014 cerca del 98% de dicha cartera corresponde a préstamos comerciales y 95% de ellos fueron otorgados al sector privado).

Gráfico R2.1
Saldo de la deuda en M/E del sector privado real^{a/}



M/E: moneda extranjera.

a/ Corresponde a la cartera denominada en moneda extranjera otorgada por los establecimientos de crédito en Colombia. A diciembre de 2014 cerca del 98% de dicha cartera corresponde a préstamos comerciales y 95% de ellos fueron otorgados al sector privado.

b/ Se incluyen los préstamos, el leasing financiero, los bonos emitidos en el exterior y el crédito comercial del sector privado real que estén denominados en moneda extranjera. No incluye patrimonios autónomos administrados por sociedades fiduciarias, vehículos financieros, entidades financieras, fondos de pensiones ni entidades del sector público.

Fuente: Banco de la República.

medio por firma, corresponde a los sectores de transporte y telecomunicaciones³ y electricidad, gas y agua.

En la mayoría de los sectores (excepto minería y agricultura), las empresas con deuda externa son deficitarias en sus operaciones de comercio exterior. Las del sector agrícola se destacan por tener una amplia cobertura natural, al tener exportaciones por un valor casi tres veces superior al saldo de su deuda; las de otros sectores, como comercio, registran

- 3 En este último, una parte importante corresponde a deuda de empresas de transporte por vía aérea.

Cuadro R2.1

Caracterización de las empresas del sector privado real con deuda externa a junio de 2015

Sector	Saldo (millones de dólares)	Valor FOB de las exportaciones (millones de dólares) ^{a/}	Valor CIF de las importaciones (millones de dólares) ^{a/}	Porcentaje de empresas con IED ^{b/}
Agricultura	304	838,0	54,9	45,5
Comercio	6.124	185,9	3.028,6	49,1
Construcción	749	2,6	29,8	49,1
Electricidad, gas y agua	1.030	3,6	20,5	79,3
Industria manufacturera	3.488	1.968,9	3.942,5	54,7
Minería	2.891	1.227,9	97,4	76,1
Transporte y comunicaciones	8.652	7,0	995,3	56,6
No clasificado	1.766	16,0	262,5	27,4
Total	25.005	4.249,8	8.431,5	

a/ Corresponde al acumulado enero-junio de 2015 de las operaciones de las empresas con deuda externa.

b/ Firms cuya participación de accionistas extranjeros supera el 10% de su patrimonio.

Fuentes: Banco de la República, DIAN y DANE.

una deuda significativa y por su vocación no transable tienen niveles bajos de exportaciones. Sin embargo, cabe señalar que algunas empresas de estos sectores tienen un porcentaje no despreciable de sus ingresos en ME (por ejemplo, las empresas de transporte aéreo). Además, en todos los sectores un porcentaje significativo de las firmas deudoras cuenta con inversión extranjera directa, resaltando los casos de electricidad, gas y agua, y minería.

b. Deuda en ME con establecimientos de crédito

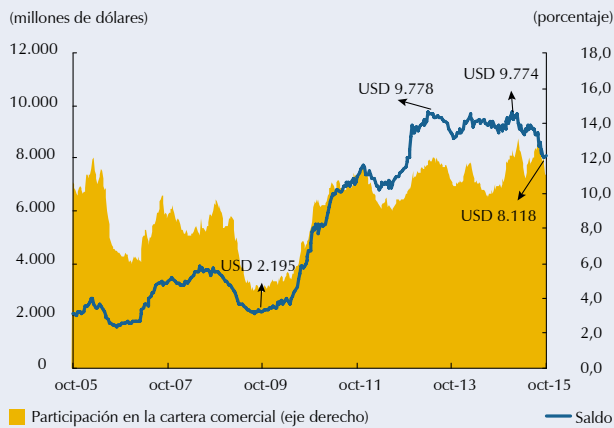
Como se puede observar en el Gráfico R2.1, cerca del 27% de la deuda en ME está contratada directamente con establecimientos de crédito en Colombia. Esta participación ha tenido un aumento significativo entre 2002 y 2012, con algunas interrupciones en 2006 y 2009. A junio de 2015 la cartera en ME de los establecimientos de crédito ascendió a USD 9.263 m.

La mayoría de esta cartera está destinada a créditos comerciales del sector privado, los cuales se caracterizan por financiar principalmente operaciones de comercio exterior y capital de trabajo. Por sectores, la deuda se concentra en la industria manufacturera, comercio, y electricidad, gas y agua.

3. Importancia de la cartera en ME en los balances de los establecimientos de crédito

El Gráfico R2.2 muestra la evolución de la cartera total en ME de los establecimientos de crédito y su participación dentro de la cartera comercial total. Entre octubre de 2009 y abril de 2013 el saldo de los préstamos en ME aumentó desde cerca de USD 2.200 m hasta su máximo histórico de USD 9.778 m,

Gráfico R2.2
Cartera comercial en M/E: saldo y participación en la cartera comercial total



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

y su participación en la cartera comercial pasó de 4,4% a cerca de 11,8%.

Desde finales de enero de este año la cartera en ME ha descendido de manera sostenida, acelerando la caída en los últimos meses. Al 23 de octubre (última información disponible al momento de escribir este recuadro) se ubicaba en USD 8.118 m, con una contracción anual del 12,1% y una participación del 11,1% en el total de la cartera comercial (6,5% dentro de la cartera total). Cabe anotar que la reducción se ha presentado sin que, en general, hayan cambiado las condiciones financieras (en términos de cupos y tasa de interés) de la banca extranjera hacia la banca local.

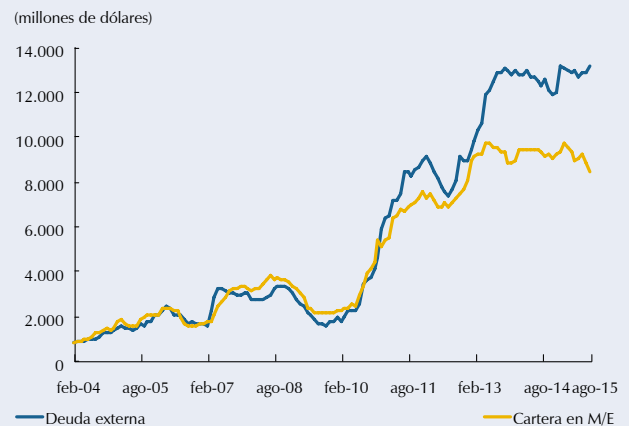
De acuerdo con la *Encuesta de endeudamiento externo y cupos* de junio de 2015, los bancos colombianos perciben que la demanda por préstamos en ME por parte del sector real es baja, debido a la incertidumbre sobre el comportamiento de la tasa de cambio. También manifiestan que perciben una sustitución por créditos en pesos.

En efecto, la cartera comercial en moneda nacional se ha acelerado en los últimos meses (pasó de crecer de 12,9% anual a comienzo de año a 16,3% en octubre⁴) y se ha orientado a los de tipo preferencial (deudores con poder de negociación). A la vez, los desembolsos de esta modalidad de préstamos se entregaron a plazos mayores. Así, se puede concluir que, a pesar del incremento en las colocaciones, en los últimos años la cartera en ME ha tenido una participación relativamente pequeña dentro del portafolio de préstamos de la banca local, la cual, además, recientemente se ha reducido.

4 Series ajustadas para eliminar los efectos estadísticos de las NIIF.

En la mayoría de los casos, en el otorgamiento de créditos en ME los establecimientos de crédito en Colombia actúan únicamente como intermediarios, obteniendo recursos de la banca internacional para otorgar préstamos en ME, con lo que la relación entre su cartera y su deuda denominadas en ME es muy estrecha (Gráfico R2.3). A partir de 2011, sin embargo, las series divergen, principalmente por cuenta de que parte de las adquisiciones y expansiones que han realizado los bancos colombianos en países de la región y de Centroamérica se realizaron con financiación de agentes del exterior.

Gráfico R2.3
Saldo de la cartera y de la deuda en M/E de los establecimientos de crédito



Fuente: Banco de la República

La estrecha relación entre las series de deuda en ME y cartera en ME obedece en buena medida a la regulación cambiaria. En ella se autorizaba a los intermediarios del mercado cambiario a obtener financiación en ME para otorgar préstamos en ME o para otorgar créditos en pesos realizando las coberturas con un derivado financiero y, en ambos casos, con plazo inferior o igual al de la financiación obtenida⁵.

Adicionalmente, la normatividad sobre posición propia limita la exposición al riesgo cambiario⁶. Los intermediarios del mercado cambiario deben mantener una posición propia o

5 En el artículo 59 de la Resolución 8 de 2000, también se autorizaban operaciones como el *leasing* de exportación, y operaciones en condición de proveedores de liquidez en ME en los sistemas de compensación, en caso de incumplimiento de algún participante. A partir del 30 de octubre de 2015 se permiten, en general, operaciones activas en ME y en pesos (con la respectiva cobertura), pero se mantiene la condición de que el plazo sea menor o igual al de la financiación obtenida.

6 Para las definiciones específicas y mayor detalle, véase la Resolución externa 9 de 2013 y la Circular Externa DODM-139. Al momento de escribir este informe aún no estaba en vigencia lo establecido en la Resolución Externa 15 de 2015 sobre indicadores de exposición de corto plazo de los intermediarios del mercado cambiario.

posición neta total (derechos menos obligaciones en ME, incluyendo derivados y contingencias dentro y fuera del balance) entre -5% y 20% de su patrimonio técnico, y una posición de contado (considera activos y pasivos en ME sin incluir derivados) positiva⁷ e inferior al 50% de su patrimonio técnico. El monto de derivados financieros también está limitado por la regulación sobre posición bruta de apalancamiento (suma de derechos y obligaciones a término y a futuro y la suma de las contingencias) al 550% del patrimonio técnico.

De esta manera, el sistema financiero no asume, en principio, el riesgo cambiario en su actividad como intermediario (excepto en los casos en los que ha utilizado los recursos obtenidos en el exterior para fines distintos de otorgar préstamos).

No obstante, un canal por el cual los establecimientos de crédito podrían verse afectados es un posible incumplimiento de las obligaciones (incluyendo las denominadas en pesos) por parte de las empresas con deuda en ME. En el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2015 se presentan estimativos de la exposición del sistema financiero a empresas con pasivos en ME⁸ (con agentes locales o del exterior) y a aquellas que son importadoras netas.

Si bien la exposición del sistema financiero a este tipo de deudores aumentó un poco frente a junio de 2014⁹, los indicadores de calidad por riesgo y por mora de estos grupos se mantenían en niveles inferiores a los de los demás (frente a diciembre de 2014 se evidencia algún incremento del indicador de calidad por mora). Además, ante una depreciación adicional¹⁰, tal como sucedió entre agosto y septiembre, un porcentaje bajo de la cartera comercial (3,2%) correspondería a empresas que sufrirían un deterioro significativo de su patrimonio (mayor a 30%)¹¹. Además, en los ejercicios de estrés presentados en el mencionado reporte, se considera,

entre otras cosas, el deterioro en la calidad crediticia por parte de las empresas del sector privado con deudas en ME que no realizan actividades de comercio exterior o que son importadoras netas (como por ejemplo, aquellas del sector comercio).

4. Conclusiones

El saldo de la deuda en ME privada, tanto del sector real, como del sector financiero, tuvo un incremento significativo en la última década. Con información a junio de 2015 se encontró que buena parte de la deuda en ME del sector privado real está en cabeza de empresas de sectores con vocación no transable. Las firmas deudoras de los sectores minero y agrícola son las que registran, en conjunto, superávit en su balanza comercial. Por otro lado, varias de las empresas con deuda externa cuentan con inversión extranjera directa.

El sector financiero, por su parte, no parece muy expuesto a un posible deterioro del patrimonio de aquellos que tienen deuda en ME. La regulación cambiaria y de posición propia que ha estado vigente en los últimos años ha contribuido a que el sistema financiero no tome excesivo riesgo cambiario. La cartera denominada en ME no tiene una participación considerable dentro de su balance y a junio los indicadores de riesgo de los deudores que podrían ser impactados por la depreciación eran mejores a los del resto de prestatarios.

7 El límite inferior se modificó a -20% del patrimonio técnico en septiembre de 2015, con vigencia a partir de octubre de 2015.

8 En este grupo se consideran solo las empresas sin actividades de comercio exterior, por cuanto las exportadoras, al tener ingresos operacionales en moneda extranjera, tienen una cobertura natural a la depreciación, y las importadoras se consideran en un grupo aparte.

9 Las deudas de estas empresas con los establecimientos de crédito pasaron de 28,6% del saldo de la cartera comercial otorgada al sector corporativo privado al 30,7%, y de 4,4% a 4,8% de los deudores corporativos privados.

10 Se simula el efecto sobre el patrimonio de las empresas que tendría una depreciación de 40% frente a la TRM del 30 de junio de 2015.

11 Este último ejercicio es parcial, ya que corresponde a una simulación sobre el patrimonio a diciembre de 2014 para un

grupo más reducido de empresas (aquellas que reportan sus estados financieros a la Superintendencia de Sociedades).

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2015 y 2016. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 19 de octubre de 2015.

1. Proyecciones para 2015

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 2,877%, 29 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 2,875%.

Cuadro A1
Proyecciones para 2015

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	2,00	5,75	3.000	4,75	3,20	10,10
ANIF	2,80	5,80	n. d.	5,20	(2,50)	9,80
Banco de Bogotá	3,00	5,75	2.750	5,10	(3,00)	9,70
Bancolombia	3,10	5,70	2.960	5,30	(3,30)	9,20
BBVA Colombia ^{a/}	2,70	5,90	3.000	4,97	3,00	10,30
BGT Pactual	3,00	5,53	2.900	n. d.	(3,00)	9,50
Corficolombiana	3,00	5,60	2.750	5,00	3,00	9,00
Corpbanca ^{b/}	3,00	6,06	3.000	5,10	3,10	8,40
Corredores Davivienda ^{c/}	2,80	5,72	2.950	5,14	n. d.	9,92
Credicorp Capital ^{d/}	3,00	5,50	2.600	5,10	2,60	9,00
Davivienda ^{a/}	2,80	5,72	2.900	5,22	3,10	9,50
Fedesarrollo ^{a/}	3,00	5,80	n. d.	5,50	3,10	n. d.
Ultraserfinco ^{e/}	3,20	5,73	3.100	4,95	n. d.	8,90
Promedio	2,88	5,74	2.901	5,11	0,85	9,4
Analistas externos						
Citi	2,90	5,60	3.780	5,40	3,00	9,4
Deutsche Bank	3,00	4,80	3.000	n. d.	(3,00)	n. d.
Goldman Sachs	2,80	4,90	3.050	n. d.	(3,20)	n. d.
JP Morgan	2,80	5,70	3.000	n. d.	(3,00)	n. d.
Promedio	2,88	5,25	3.208	5,40	(1,55)	9,4

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: encuesta electrónica.

Cuadro A2
Proyecciones para 2016

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	1,50	3,27	3.400
ANIF	2,50	3,50	n. d.
Banco de Bogotá	3,20	3,74	2.850
Bancolombia	2,80	3,70	3.130
BBVA Colombia	2,40	3,70	2.701
BGT Pactual	2,40	3,75	3.016
Corficolombiana	2,80	3,60	2.600
Corpbanca ^{a/}	2,90	4,00	2.800
Corredores Davivienda ^{b/}	2,60	3,64	2.850
Credicorp Capital ^{c/}	2,50	3,50	2.500
Davivienda	2,90	3,64	2.800
Fedesarrollo	2,70	4,00	n. d.
Ultraserfinco ^{d/}	3,30	3,78	2.850
Promedio	3,27	3,14	2.502,2
Analistas externos			
Citi	2,60	4,00	3.126
Deutsche Bank	3,20	3,20	n. d.
Goldman Sachs	3,40	3,50	3.333
JP Morgan	2,20	3,30	3.000
Promedio	2,85	3,50	3.153,0

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

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales estiman una inflación del 5,74% y los extranjeros prevén un incremento en los precios al finalizar el año del 5,25%. Ambas proyecciones se encuentran fuera del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2015 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio COP 2.900,91 frente a los COP 2.594,7 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP 3.207,5 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 5,11%, lo que es 61 pb superiores que el estimado en el *Informe sobre Inflación* anterior; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 9,44%.

2. Proyecciones para 2016

Para 2016 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 2,65% y los extranjeros uno de 2,85%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,68% y 3,50%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 2.863,36 y las externas de COP 3.153.