



INFORME SOBRE INFLACIÓN



Diciembre de 2016

ISSN - 1657 - 7973



Este documento corresponde al Informe Trimestral sobre Inflación de diciembre de 2016 y contiene información hasta enero de 2017. Fue presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva para su reunión del **27 de enero de 2017**.

This document corresponds to the Quarterly Inflation Report of December of 2016 and was written with the information available until January 2017. It was submitted by the technical staff to the Board of Directors for their meeting on **January 27th, 2017**.

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2016*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 27 de enero de 2017.

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

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	13
A. Contexto internacional	13
B. Balanza de pagos	22
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	31
A. Comportamiento del PIB durante el tercer trimestre de 2016	31
B. El PIB del cuarto trimestre de 2016 y de todo 2016	35
Recuadro 1: Choques de oferta y su impacto en la actividad económica	43
III. Desarrollos recientes de la inflación	46
A. La inflación básica	48
B. Inflación de alimentos	50
IV. Pronósticos de mediano plazo	52
A. Crecimiento económico para 2017	52
B. Inflación	57
C. Balance de riesgos	61
Recuadro 2: Impacto inflacionario de la nueva reforma tributaria y de la ley de licores	65
Recuadro 3: Comunicaciones de la banca central ante cambios en el impuesto al valor agregado: casos de Australia, Nueva Zelanda, Noruega, Reino Unido y Canadá	68
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica	75
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	77
B. Endeudamiento	78
C. Precios de la vivienda	79
D. Índice de desbalance macroeconómico	81
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	83

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	PIB real de los Estados Unidos	14
Gráfico 2	Tasa de desempleo y creación de empleo en los Estados Unidos	14
Gráfico 3	Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos	14
Gráfico 4	PIB real de la zona del euro	15
Gráfico 5	Indicadores de inflación anual total y básica en Europa	15
Gráfico 6	Crecimiento anual del PIB real para China	15
Gráfico 7	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina	16
Gráfico 8	Inflación anual para algunas economías de América Latina	16
Gráfico 9	Índice de términos de intercambio	17
Gráfico 10	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	17
Gráfico 12	Tasas de interés de algunos bonos soberanos a 10 años	18
Gráfico 13	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	18
Gráfico 11	Índices de volatilidad financiera	18
Gráfico 14	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	19
Gráfico 15	Crecimiento promedio de los socios comerciales	19
Gráfico 16	Exportaciones totales FOB	24
Gráfico 17	Importaciones totales FOB	24
Gráfico 18	Producto interno bruto	31
Gráfico 19	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	35
Gráfico 20	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado)	36
Gráfico 21	Encuesta mensual del comercio al por menor (comercio minorista de vehículos automotores, desestacionalizado)	36
Gráfico 22	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles ni vehículos automotores, desestacionalizado)	36
Gráfico 23	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	37
Gráfico 24	Importaciones de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	37
Gráfico 25	Producción de café	40
Gráfico 26	Producción industrial real total	41
Gráfico 27	Producción industrial real sin refinación de petróleo	41
Gráfico 28	Producción de petróleo	42
Gráfico 29	Inflación total al consumidor	46
Gráfico 30	Salarios nominales	48
Gráfico 31	IPP por procedencia	48
Gráfico 32	Indicadores de inflación básica	49
Gráfico 33	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	50
Gráfico 34	Inflación anual de no transables, sin alimentos ni regulados, por grupos	50

Gráfico 35	IPC de regulados y sus componentes	50
Gráfico 36	IPC de alimentos	51
Gráfico 37	IPC de alimentos por grupos	51
Gráfico 38	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	55
Gráfico 39	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	55
Gráfico 40	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	56
Gráfico 41	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	58
Gráfico 42	Inflación observada y expectativas de inflación	58
Gráfico 43	Expectativas de inflación derivadas de los TES	58
Gráfico 44	<i>Fan chart</i> de la inflación total	61
Gráfico 45	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	61
Gráfico 46	Corte transversal del <i>fan chart</i> de inflación total para diciembre de 2017	64
Gráfico 47	Cuenta financiera de la balanza de pagos	76
Gráfico 48	Índice de términos de intercambio y sus componentes	76
Gráfico 49	Cuenta corriente de la balanza de pagos	77
Gráfico 50	Índices de la tasa de cambio multilateral	77
Gráfico 51	Endeudamiento de los hogares y las empresas	78
Gráfico 52	Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)	79
Gráfico 53	Vivienda nueva: ventas vs. unidades disponibles para la venta	80
Gráfico 54	Índice de desbalance macroeconómico	81
Gráfico 55	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	82

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	20
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	21
Cuadro 3	Balanza de pagos	29
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	32
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	34
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	47
Cuadro 7	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	56
Cuadro 8	Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2017 esté entre 2% y 4%	64
Cuadro 9	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> de la inflación total	64

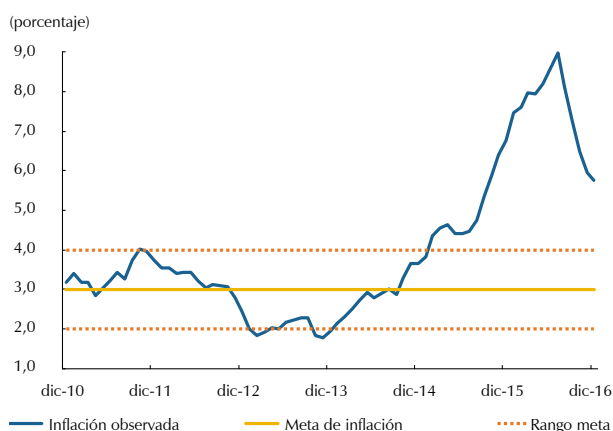
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La inflación anual en diciembre se redujo por quinto mes consecutivo y se situó en 5,75%, superando de todas formas la meta de 3% (Gráfico A). Algo similar sucedió con los indicadores de inflación básica, y con las expectativas futuras. También continuó la desaceleración del IPC de alimentos, aunque a un ritmo más lento del esperado, y la de los bienes y servicios más impactados por la fuerte depreciación nominal pasada.

El promedio de las expectativas de inflación, que alcanzó su mayor nivel en julio de 2016 (6,61%), se situó en diciembre en 5,6%. Algunas de las medidas alternativas incluso aumentaron y todas superaron la meta de 3%: la de los analistas a uno y dos años se situaron en 4,25% y 3,59%, respectivamente; las que se derivan de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se incrementaron y se situaron entre 3,8% y 4,8%.

Cabe esperar que se sigan diluyendo los efectos de los fuertes choques transitorios de oferta (El Niño y la depreciación nominal) que desviaron la inflación de la meta. Lo anterior, junto con las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento, deberían conducir la inflación al rango meta durante 2017 (3% ± 1 punto porcentual).

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Con respecto a la actividad económica, las nuevas cifras para el cuarto trimestre de 2016 indican que el crecimiento económico habría sido bajo, aunque algo mayor que el registrado en el tercero. Con esto, el equipo técnico redujo la estimación de crecimiento más probable del producto para todo 2016, desde 2% hasta 1,8%, con un rango que oscila entre 1,6% y 2%. En parte como resultado de la desaceleración, se estima que el déficit en la cuenta corriente habría sido algo menor que el proyectado un trimestre atrás, y se habría situado entre 4,3% y 4,7% del PIB, con 4,5% como cifra más probable.

Para 2017 se espera una recuperación de la demanda externa y de los términos de intercambio del país, en

un entorno internacional muy incierto. La dinámica de la demanda interna seguirá siendo débil, aunque algo mejor que la registrada en 2016, debido principalmente al comportamiento de la inversión. Con esto, el equipo técnico del Banco proyecta un crecimiento de la economía que oscila entre 0,7% y 2,7%, con 2% como cifra más probable; este pronóstico se sitúa en la parte baja del rango proyectado por el mercado.

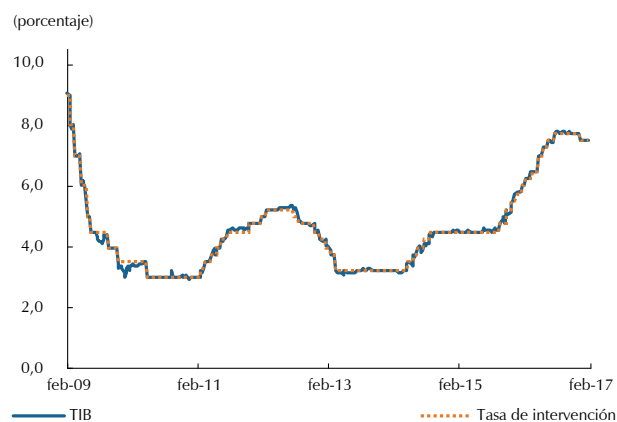
La desaceleración del producto y el menor desbalance externo en 2016 han sido el reflejo del ajuste requerido en la economía colombiana debido al choque negativo al ingreso nacional que el país viene enfrentando desde mediados de 2014. La estrategia de inflación objetivo, de mantener un aumento bajo y estable en los precios al consumidor, con expectativas de inflación ancladas en la meta, es un factor importante que propende por la sostenibilidad del crecimiento económico. Retornar a tasas mayores y sostenibles de crecimiento del PIB requiere reformas estructurales en la economía, que no solo dependen del Banco de la República; fundamentalmente de las decisiones de ahorro e inversión de los colombianos, y de las reformas estructurales implementadas por el gobierno.

En síntesis, la economía colombiana continúa ajustándose a los fuertes choques registrados desde 2014 y el déficit en la cuenta corriente sigue corrigiéndose. La dinámica del producto ha sido más débil que la proyectada, la inflación se ha desacelerado y los efectos de varios de los choques transitorios de oferta que han afectado la inflación y sus expectativas siguen revirtiéndose y es probable que esta tendencia continúe. No obstante, la reversión de la inflación subyacente ha sido más lenta que la total, y algunas expectativas de inflación aumentaron y todas superan la meta del 3%.

Existe consenso entre todos los miembros de la Junta en que, de no presentarse nuevos choques inflacionarios significativos, las tasas de intervención descenderán en este año, con una velocidad que dependerá de la nueva información disponible; la inflación ha descendido e irá hacia el rango meta, y ello permitirá impulsar más el crecimiento de la economía.

Por todo lo anterior, al evaluar la evolución de las expectativas de inflación, la mayor incertidumbre global y el comportamiento de la demanda interna, la Junta Directiva, en su reunión de diciembre de 2016 consideró conveniente reducir la tasa de interés de referencia en 25 puntos base y mantenerla en 7,5% en enero de 2017 a la espera de nueva información (Gráfico B).

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB) (2009-2017)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 16 de febrero de 2017.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Juan José Echavarría
Gerente General

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Juan Sebastián Amador

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Juan Pablo Cote

Camila Londoño

Daniel Parra

Jhon Edwar Torres

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

Jefe

Luis Hernán Calderón

David Camilo López

Nicolás Martínez

Asistente del Departamento de Programación e Inflación

Gloria Sarmiento

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Franz Hamann (director), Jesús Antonio Bejarano (jefe de sección), Carlos Leonardo Barreto Vargas y Joao Hernández, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Franky Galeano Ramírez, Johan Yesid Forero, Carlos Daniel Rojas estudiantes en práctica.

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

Para este informe se revisó levemente al alza el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales del país para 2017. Aunque este deberá superar el registro de 2016, continúa siendo bajo frente a lo observado en años anteriores.

Aumentos de los precios del petróleo y el carbón exportados por Colombia permiten anticipar alguna recuperación de los términos de intercambio en 2017.

A septiembre de 2016 el déficit corriente del país como proporción del PIB fue de 4,7%, inferior al 6,7% registrado un año atrás, en gran parte gracias a una contracción de los egresos corrientes mayor que la de los ingresos.

El desbalance externo, tanto en dólares como en porcentaje del PIB, se seguirá ajustando en lo que resta de 2016 y durante 2017.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

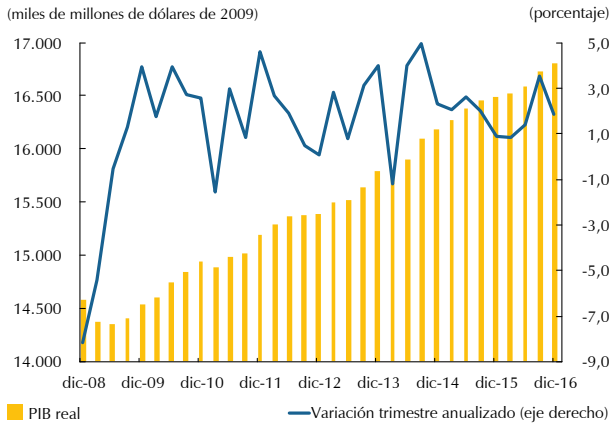
1. Actividad real, inflación y política monetaria

Las cifras disponibles para el cuarto trimestre de 2016 ratifican la debilidad del crecimiento económico de los principales socios comerciales de Colombia que se venía observando durante los tres primeros trimestres del año. Esto sigue representando un obstáculo para el crecimiento de las exportaciones del país. El bajo dinamismo ha sido más marcado en América Latina, donde se presentan tasas de expansión históricamente bajas o contracciones de los productos. Entretanto, las economías de los Estados Unidos y de la zona del euro crecen a tasas modestas, aunque sostenidas.

En el caso de los Estados Unidos, el primer estimativo de su producto interno bruto (PIB) para el cuarto trimestre de 2016 muestra una moderación del crecimiento, al registrar una tasa de expansión de 1,9% trimestre anualizado (t. a.), mientras que tres meses atrás lo había hecho a un 3,5% t. a. (Gráfico 1). Con lo anterior, el crecimiento para todo 2016 fue de 1,6%.

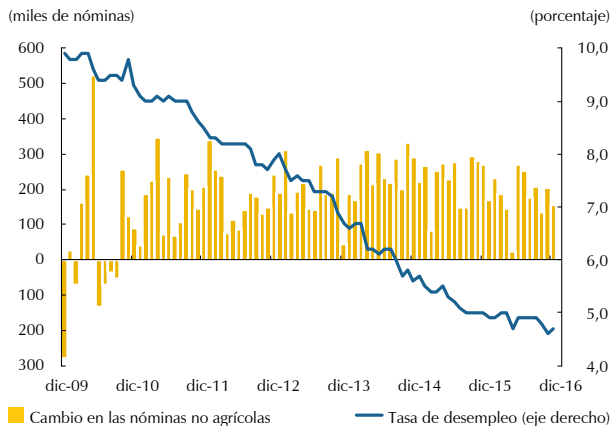
En los Estados Unidos se presentó una moderación imprevista en el ritmo de crecimiento durante el cuarto trimestre de 2016.

Gráfico 1
PIB real de los Estados Unidos



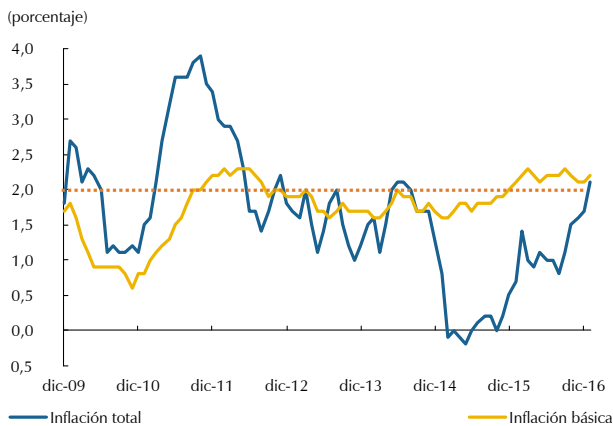
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

La desaceleración de la economía estadounidense a final de año se explica principalmente por las exportaciones netas, las cuales se estarían viendo afectadas por la fortaleza del dólar, la debilidad de la demanda externa y factores climáticos. En contraste, la demanda interna del cuarto trimestre se observa como la más saludable del año, pues si bien el consumo continúa jalonando el crecimiento, la inversión tanto residencial como no residencial están sumando al PIB, evento que no pasaba desde hace cinco trimestres; también, se resalta que se presentó de nuevo una importante acumulación de inventarios.

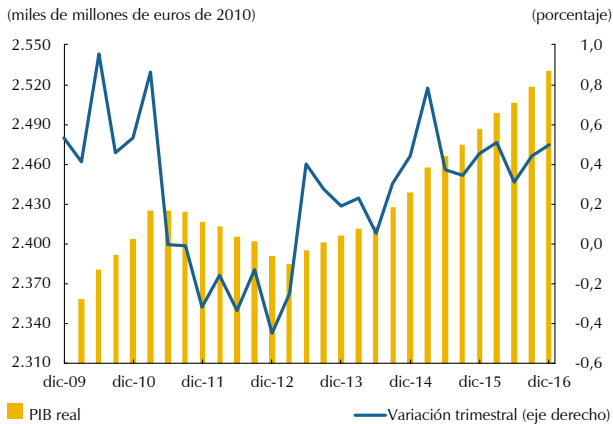
Pese a la moderación de la actividad real estadounidense en el último año, el mercado laboral continuó recuperándose a tasas favorables. La creación de empleo se ha mantenido dinámica, por lo que las nóminas no agrícolas se incrementaron a una tasa promedio mensual de alrededor de 180.000 nuevos trabajos durante el cuarto trimestre (Gráfico 2). En consecuencia, la tasa de desempleo se redujo de 5,3% en promedio en 2015 a 4,9% en 2016, ubicándose en un nivel cercano al que los analistas y los miembros de la Reserva Federal (Fed) consideran de largo plazo de esta economía.

En cuanto a la variación anual de los precios al consumidor, el indicador de inflación total mostró incrementos en la segunda mitad del año, como consecuencia, principalmente, del alza en el precio de los combustibles. Con esto, la inflación en diciembre se ubicó en 2,1%. Por su parte, el indicador de inflación básica que excluye alimentos y energía se ha sostenido todo el año por encima de la meta de 2,0% de la Fed (Gráfico 3).

En este contexto, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Fed (FOMC, por su sigla en inglés) decidió incrementar su tasa de política en 25 puntos base (pb) en la reunión de diciembre, un año después de la primera subida tras la crisis financiera. Adicionalmente, los miembros del FOMC anunciaron que continuarían con alzas graduales, dependiendo de la evolución del mercado laboral y la inflación.

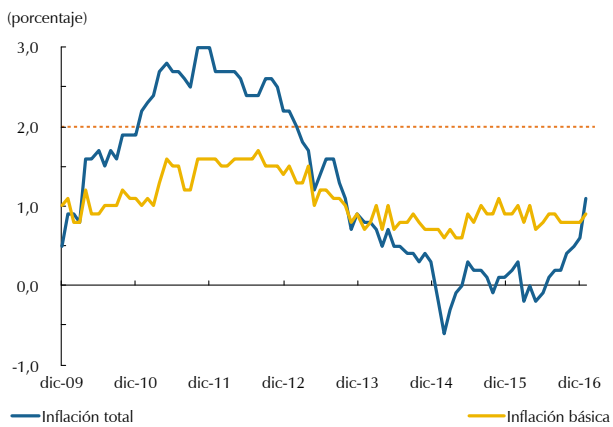
En la zona del euro las cifras disponibles para el último trimestre de 2016 sobre actividad real y confianza sugieren que la economía habría continuado expandiéndose. Según los registros a noviembre de las ventas

Gráfico 4
PIB real de la zona del euro^{a/}



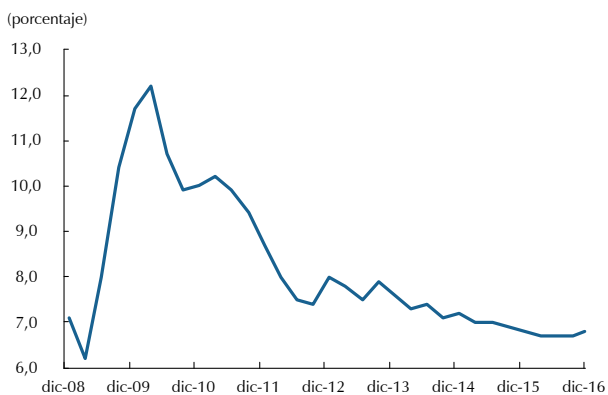
a/ Este Informe se produjo sin tener el dato oficial del cuarto trimestre publicado el 31 de enero.
Fuente: Eurostat.

Gráfico 5
Indicadores de inflación anual total y básica en Europa



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6
Crecimiento anual del PIB real para China



Fuente: Bloomberg.

al detal y de producción industrial, el crecimiento a finales de año habría sido similar o un poco superior al observado en trimestres anteriores. Los indicadores de confianza y las encuestas industriales a diciembre confirman esta tendencia (Gráfico 4)¹.

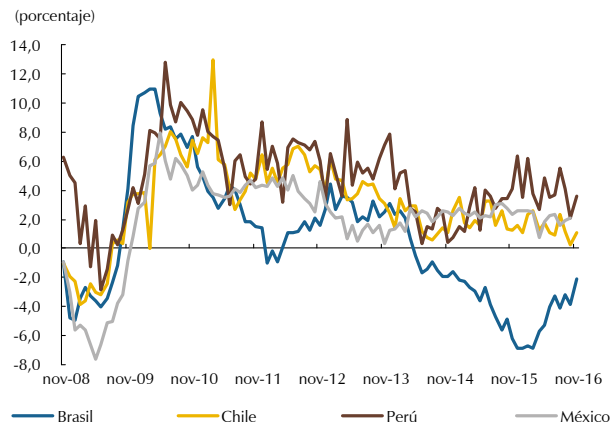
En este entorno, la inflación, tanto la total (1,1%) como la básica (0,9%) (Gráfico 5), se han mantenido en niveles bajos y aún muy alejados de la meta del Banco Central Europeo (BCE) (ligeramente por debajo del 2%). Sin embargo, las expectativas de inflación de mediano plazo en la zona se incrementaron fuertemente en el último trimestre, para ubicarse en 1,8% al final del año.

Debido a ello, en su reunión de diciembre el BCE modificó el plan de compra de activos tanto en monto y duración como en composición. Estas políticas están encaminadas a empujar la curva de rendimientos y mejorar la transmisión de la política monetaria. El nuevo plan, que empieza en enero de 2017 y terminaría en diciembre, permite comprar títulos que tengan una tasa inferior a la de los depósitos. Adicionalmente, el monto se reducirá de ochenta a sesenta billones de euros a partir de marzo.

Entretanto, en gran parte de los países emergentes se sigue presentando un dinamismo relativamente bajo con respecto a lo que se había observado en años anteriores. En el caso de China, el crecimiento anual del PIB fue del 6,8% en el cuarto trimestre, con lo que la expansión para todo 2016 fue del 6,7%, ubicándose por debajo de la cifra del año anterior (6,9%) (Gráfico 6). Esta desaceleración se dio como consecuencia, en gran parte, de una moderación significativa en el ritmo de crecimiento de la inversión en activos fijos, pese a que el consumo mantiene una tasa promedio mensual similar a la de 2015. En principio, este desempeño se enmarca dentro de la transición hacia un modelo de desarrollo más sostenible en el mediano plazo, que dependa menos de la demanda externa y de la inversión,

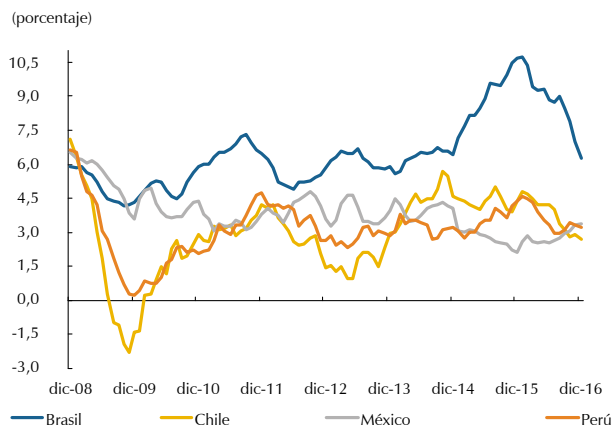
1 Este informe se produjo sin tener el dato oficial de crecimiento de la zona del euro para el cuarto trimestre, cuyo primer estimativo se dio a conocer el 31 de enero. De acuerdo con él, el PIB se expandió en dicho período 0,5% trimestral, cifra superior al del tercer trimestre del año y a lo esperado por el mercado.

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



Fuente: Datastream.

Gráfico 8
Inflación anual para algunas economías de América Latina



Fuente: Datastream.

y más del consumo privado. Vale la pena mencionar que dicha transición implica una moderación en la expansión de la demanda por bienes básicos por parte de este país.

En cuanto a América Latina, el crecimiento del tercer trimestre y de los dos anteriores fue mediocre para los países a los que se les hace seguimiento. Este desempeño no habría variado en el cuarto trimestre, según lo muestran los indicadores más recientes de actividad real, pese a algunas mejoras (Gráfico 7). Además, la confianza de los hogares y de los empresarios se mantuvo en niveles bajos, lo cual debe haber afectado las decisiones de inversión y de consumo.

Si bien la caída en el precio de las materias primas afectó el ingreso de varios países de la región durante los últimos años, este choque se ha amplificado debido a los vínculos comerciales que existen entre ellos. Sumado a esto, algunos países presentan problemas de orden político que han complicado la coyuntura económica de la región, aumentando la incertidumbre y afectando la confianza, lo que ha repercutido adversamente en el empleo y la actividad económica. Así las cosas, se estima que Argentina, Brasil, Ecuador y Venezuela habrían exhibido un crecimiento negativo durante 2016; Chile y México presentarían tasas inferiores a sus promedios históricos, mientras que Perú sería la excepción en la región, con tasas relativamente altas.

Por su parte, los registros del cuarto trimestre de inflación anual para América Latina muestran un predominio de las tendencias a la baja, con excepción de México (Gráfico 8). La inflación en Brasil sigue alta, con una tendencia decreciente.

2. Precios de productos básicos

Los términos de intercambio del país cayeron en 2015 hasta un mínimo alcanzado en enero de 2016. A partir de ahí han aumentado, inclusive en el cuarto trimestre. Con esto se espera que los promedios de los términos de intercambio de 2015 y 2016 sean muy similares; no obstante, se mostrarían inferiores a los de la última década (Gráfico 9).

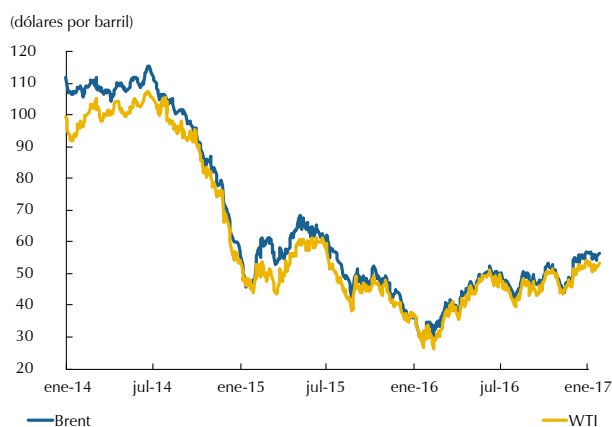
El precio del petróleo (referencia Brent) se incrementó en promedio 8,7% entre el tercer y el cuarto trimestre, al pasar de USD47 por barril a USD51,1 por barril (Gráfico 10). En enero de 2017 el promedio fue USD55,7 por barril. De esta

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



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 10
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

manera, los niveles observados en los últimos cuatro meses han superado significativamente los pronósticos contemplados en el *Informe* de septiembre (se esperaban USD 47,5 y se observaron USD 50,8).

El incremento en los precios obedece, en gran parte, al acuerdo al que llegó la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), junto con otros países productores, para restringir la oferta mundial y reducir los inventarios de crudo. Los cortes en la producción en Nigeria y Libia también han sido claves para mantener la oferta en niveles bajos.

En el caso del carbón, se han observado importantes aumentos en su cotización en el segundo semestre, resultado de una menor oferta mundial, debido a cambios regulatorios y a choques climáticos. Los problemas regulatorios hacen referencia principalmente a la política implementada en China, que desestimula la producción de esta materia prima para sustituir su uso por energías más limpias. A esto se sumaron las inundaciones en algunas minas de Australia.

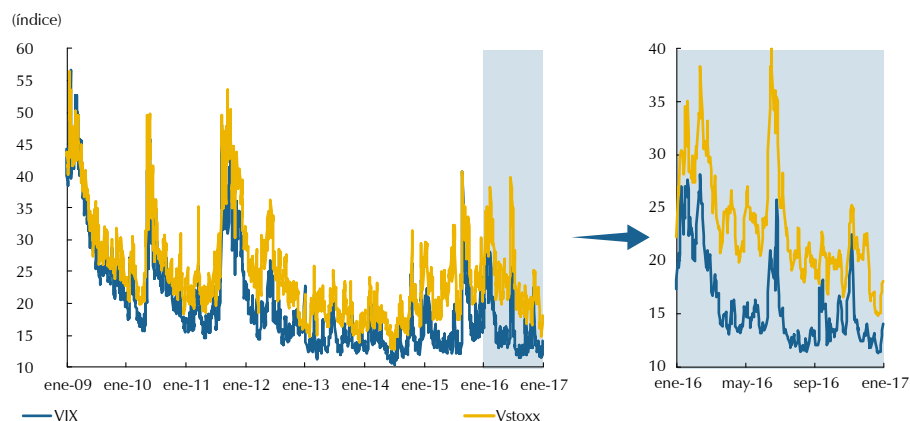
Durante 2016 el precio internacional del café se mantuvo alto frente a lo observado a finales de 2015. Su oferta mundial se vio mermada por problemas climáticos en varios países productores a lo largo del año. En los dos últimos meses se ha observado una alta volatilidad en el precio, generada por una mayor incertidumbre acerca del nivel de producción mundial para 2017.

Con respecto a las cotizaciones internacionales de las materias primas agrícolas, en el cuarto trimestre continuaron los incrementos observados tres meses atrás. Esto se refleja en una menor contracción anual del índice de precios de los alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés). Dado que Colombia es importador de varios de estos bienes, esta reducción habría moderado en alguna medida el crecimiento de los términos de intercambio.

3. Mercados financieros

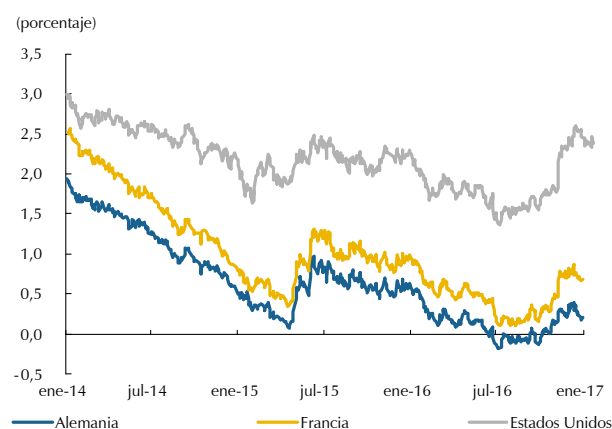
En cuanto a los mercados financieros internacionales, durante el cuarto trimestre los índices de volatilidad presentaron algunos incrementos asociados con la incertidumbre electoral en los Estados Unidos y con el acuerdo de la OPEP. No obstante, a mediados de diciembre los índices ya habían retornado a niveles bajos (Gráfico 11).

Gráfico 11
Índices de volatilidad financiera



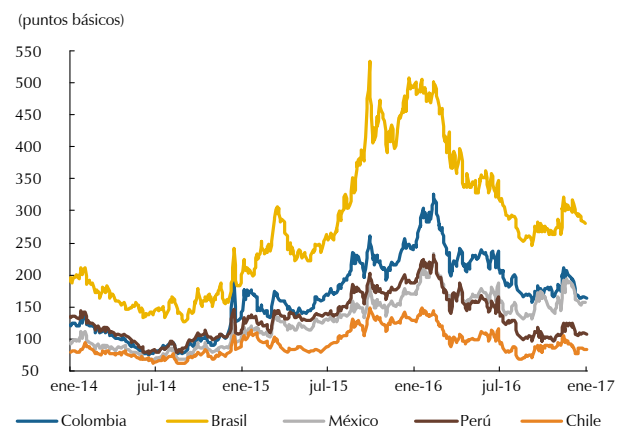
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12
Tasas de interés de algunos bonos soberanos a 10 años



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 13
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

En los últimos tres meses también se ha visto un incremento en las tasas de interés de largo plazo de las economías avanzadas (las cuales en algunos casos van saliendo de terreno negativo) (Gráfico 12), acompañado de un aumento en las expectativas de inflación a mediano plazo y el recorte a los estímulos monetarios en los Estados Unidos y la zona del euro. Por su parte, los índices bursátiles mundiales han exhibido un importante crecimiento desde noviembre.

Entretanto, durante el último trimestre del año continuó la tendencia de apreciación del dólar estadounidense frente a la mayoría de monedas del mundo, como consecuencia, en parte, del proceso electoral en los Estados Unidos y de las expectativas de incremento en las tasas de interés de referencia por parte de la Fed.

En el caso de América Latina, el proceso electoral en los Estados Unidos generó un incremento en las primas de riesgo, que es relativamente pequeño frente al observado a principios de año (Gráfico 13), y una nueva depreciación de las monedas frente al dólar (Gráfico 14). Estos movimientos se reversaron totalmente en los primeros días de noviembre para todas las economías, con excepción de México. En el caso colombiano, los *credit default swaps* (CDS) a cinco años han caído en enero, alcanzando un promedio de 154 pb en el mes. Entretanto, el peso colombiano registró una apreciación promedio frente al dólar de 2,2% en el mismo período con respecto a diciembre.

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

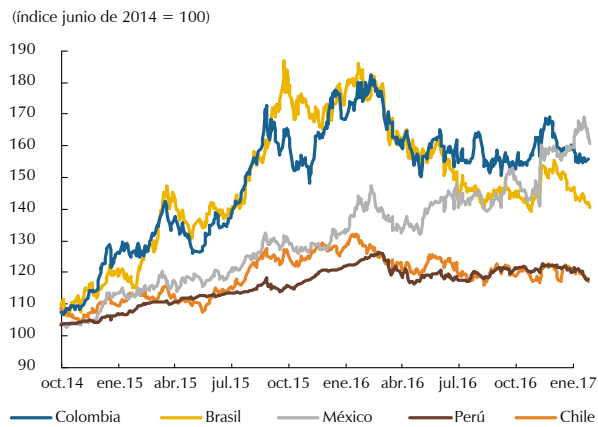
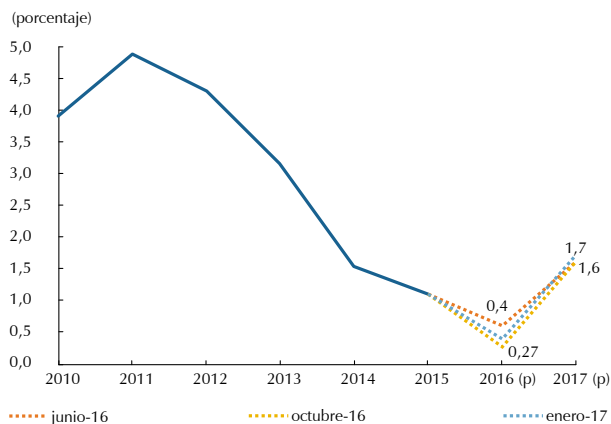


Gráfico 15
Crecimiento promedio de los socios comerciales (ponderado por comercio no tradicional)



4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Los pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Colombia para 2016 y 2017 fueron revisados al alza en este *Informe* con respecto a lo presentado en el anterior (Gráfico 15). Esto obedece, principalmente, al mayor dinamismo que se estima para los Estados Unidos y China y a menores caídas en algunas economías de América Latina. Así, se proyecta que la expansión económica de los principales socios comerciales del país (ponderada por comercio no tradicional) sea de 0,4% para 2016 y de 1,7% para 2017 (Cuadro 1).

En este *Informe* también se revisó al alza el pronóstico de crecimiento para los Estados Unidos en 2017. El consumo sostendría un ritmo favorable, respaldado en los mayores salarios y las mejoras laborales. A su vez, la inversión no residencial y residencial deberían resultar fortalecidas por una confianza empresarial y de consumidores relativamente alta, algo que ya se observó en el cuarto trimestre de 2016. El dinamismo relativamente bajo de la economía global y la apreciación del dólar tenderán a limitar el crecimiento de las exportaciones.

Si se llegan a materializar los recortes de impuestos o aumentos en el gasto público anunciados por el nuevo gobierno, se espera que su impacto sobre la economía estadounidense se sienta sobre todo hacia 2018 más que en 2017.

En general, se percibe una alta incertidumbre por las políticas que adelante el gobierno. En el escenario central no se suponen cambios a las políticas comerciales que impliquen medidas proteccionistas que pudiesen afectar adversamente el crecimiento económico de ese país y del mundo.

En materia de política monetaria, para 2017 en este *Informe* se contemplan tres incrementos en la tasa de interés de referencia de la Fed, teniendo en cuenta que la inflación en los Estados Unidos deberá mantenerse por encima de la meta de largo plazo de las autoridades (2%) por varios factores, entre ellos: los relativamente altos precios de los combustibles, una demanda interna más fuerte y unas expectativas de crecimiento mayores. Adicionalmente, hay que contemplar que la Fed considera que el mercado laboral continúa fortaleciéndose.

En la zona del euro se elevó el pronóstico de 1,4% a 1,6% para 2017; el motivo de la revisión fue principalmente el bajo impacto que hasta ahora ha tenido el *brexit* y

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2015	Proyecciones para 2016			Proyecciones para 2017		
		Mínimo esperado	Escenario		Mínimo esperado	Escenario	
			Central	Máximo esperado		Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos	2,6	1,5	1,6	1,7	1,0	2,3	3,0
Zona del euro	2,0	1,5	1,6	1,7	0,8	1,6	2,0
Venezuela	(6,2)	(15,0)	(12,0)	(9,0)	(9,0)	(6,0)	(1,0)
Ecuador	0,3	(2,3)	(2,1)	(1,9)	(1,5)	0,2	1,0
China	6,9	6,6	6,7	6,8	5,4	6,4	6,8
Otros socios							
Brasil	(3,8)	(3,8)	(3,5)	(3,2)	(0,5)	0,5	1,5
Perú	3,3	3,8	4,0	4,2	3,0	4,2	5,0
México	2,5	1,9	2,1	2,3	0,5	1,9	2,5
Chile	2,3	1,5	1,7	1,9	1,0	2,0	3,0
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	1,1	0,0	0,4	0,7	0,5	1,7	2,6
Países desarrollados ^{a/}	2,1		1,6			1,9	
Países emergentes y en desarrollo ^{a/}	4,1		4,1			4,5	
Total mundial ^{a/}	3,2		3,1			3,4	

a/ Pronósticos FMI de Enero de 2017.

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

la probable tardanza en su ejecución. Los fundamentales de la economía continúan sugiriendo que esta crecerá a tasas relativamente bajas, y sobre todo gracias a la demanda interna más que a la externa. Estas proyecciones suponen que los riesgos financieros y políticos no se materializan y que el *bretxit* no tiene efectos significativos en 2017. La inflación se mantendrá por debajo de la meta del BCE durante 2017 a pesar de los recientes incrementos. En este escenario el BCE mantendrá inalterado el plan de compra de activos anunciado en la reunión de diciembre.

En el caso de China, se espera que el crecimiento continúe en su proceso de reestructuración gradual hacia una economía soportada por el consumo privado, con una inversión que seguirá desacelerándose. Se supone que serán efectivas las políticas adoptadas por el gobierno para reducir el sobreendeudamiento de las firmas. Adicionalmente no se descartan medidas de estímulo por parte del gobierno encaminadas a suavizar la desaceleración económica.

Para América Latina se espera que el crecimiento continúe siendo mediocre durante 2017. Brasil y Ecuador dejarían de contraerse, pero esta mejoría relativa difícilmente compensará las desaceleraciones proyectadas para México y Chile. Perú, por su parte, mantendría la tasa de crecimiento más elevada de la región. La situación de México es quizás la más preocupante debido a sus estrechas relaciones comerciales con los Estados Unidos. Una reestructuración profunda de los

Los riesgos a la baja del crecimiento esperado para 2017 de los socios comerciales del país aumentaron en este informe con respecto al anterior.

acuerdos comerciales entre estos dos países podría tener fuertes implicaciones en términos de comercio, inversión, mercado laboral y confianza, que son difíciles de cuantificar y que generan un aumento considerable de la incertidumbre, como ya se ha visto. Por ello, en este *Informe* se redujo el pronóstico para el país y se amplió su intervalo de confianza.

El escenario central anterior, no obstante, sigue presentando importantes riesgos a la baja, los cuales serían mayores que los evaluados en el *Informe* anterior. El principal proviene de las políticas que posiblemente se implementen por el nuevo gobierno de los Estados Unidos y los impactos que pueda generar sobre el resto del mundo y en particular sobre América Latina. Por otra parte, se encuentra la materialización de los riesgos políticos y financieros en varios países de la zona del euro; y los riesgos por sobreendeudamiento, inestabilidad financiera, trabas al comercio y novedades geopolíticas. Un impacto del *brexit* más grande o más pronto es un riesgo que continúa latente.

Adicional a esto, la mejor situación en los Estados Unidos y el incremento en los tipos de interés en este país lo hacen más atractivo para los inversionistas, por lo que podrían esperarse salidas de capitales de economías emergentes buscando activos más seguros. Esto podría derivar en problemas serios de liquidez y solvencia que terminarían por castigar el crecimiento.

Respecto a las materias primas, se esperan mayores precios para 2017 que los observados durante 2016 (Cuadro 2). Estos incrementos responderían básicamente a una reducción en la oferta de estos productos. En el caso del petróleo, se espera que su precio oscile alrededor de los USD 54 por barril. Este precio incorpora un cumplimiento parcial del acuerdo de la OPEP y una reacción de la producción en los países por fuera del acuerdo ante los mayores precios de mercado. También, supone que la producción en Libia y Nigeria continúa reducida por problemas de orden público.

No obstante, los riesgos a esta proyección están sesgados a la baja, según lo sugieren experiencias pasadas, pues es posible que el acuerdo de la OPEP no se

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

Principales productos	2016	Proyecciones para 2017		
		Mínimo esperado	Escenario Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	1,55	1,20	1,50	1,80
Petróleo Brent (dólares por barril)	45,1	40	54	60
Carbón (dólares por tonelada)	54,8	70	80	100
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	9.638	9.000	11.200	13.000
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.249	1.550	1.250	1.100

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

Una mayor producción y un menor crecimiento económico mundial son los principales riesgos a la baja que se perciben sobre el precio del petróleo.

cumpla, o se cumpla de manera parcial, erosionándose en el transcurso del año. La reacción en la producción de los países fuera del acuerdo puede ser tan alta que mitigue buena parte de los recortes en la producción mundial. Adicionalmente, existe la posibilidad de que en Nigeria y Libia se superen los cortes en la producción. Por último, si llegan a materializarse algunos de los riesgos sobre el crecimiento mundial, se reduciría la demanda por crudo. Todo lo anterior apunta a un exceso de oferta y, en consecuencia, a menores precios.

B. BALANZA DE PAGOS

1. Resultados al tercer trimestre de 2016

Durante los tres primeros trimestres de 2016 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país presentó un déficit de USD 9.599 m, inferior en USD 5.213 m al registrado un año atrás. Como proporción del PIB, este se ubicó en 4,7%, lo que significa una reducción frente al 6,7% registrado durante 2015 a septiembre.

Lo anterior se explica por la reducción del déficit comercial de bienes y servicios, los menores egresos netos por renta de factores y los mayores ingresos por transferencias corrientes. En conjunto, el comportamiento del balance externo en dólares estuvo caracterizado por una contracción de los egresos corrientes mayor a la de los ingresos, coherente con el hecho de que la economía se ha venido adaptando a la nueva trayectoria del ingreso nacional. Es importante anotar que la evolución del déficit corriente observada a septiembre es acorde con la tendencia esperada y presentada en el *Informe* anterior.

La disminución del déficit comercial de bienes en lo corrido del año a septiembre (USD 2.032 m) se explica principalmente por la importante contracción de las importaciones por USD 7.739 m (-19,6%), que compensó con creces la reducción de las exportaciones (-USD 5.708 m, -19,2%). La caída de las compras externas es consistente con la desaceleración de la actividad económica y de la demanda interna registrada en el mismo período, y con la depreciación de la tasa de cambio. En tanto que la disminución de las ventas externas del país ocurre en un entorno de menores precios de los principales bienes básicos y de contracciones en los volúmenes producidos de petróleo, así como de bajo crecimiento económico en los países catalogados como principales socios comerciales.

La caída anual de la renta factorial (USD 1.614 m) se atribuye a las pérdidas y menores utilidades reportadas, sobre todo en el tercer trimestre por las firmas con inversión extranjera en el país, en especial aquellas que operan en el sector petrolero y minero. En caso contrario, durante el período de análisis sobresalen los mayores pagos por intereses asociados con préstamos y títulos de deuda.

En cuanto al balance de servicios en los tres primeros trimestres, se observó una reducción de los egresos netos por USD 1.343 m, en comparación con lo registrado en igual período de 2015, resultado de una importante contracción de los egresos

Entre enero y septiembre de 2016 la cuenta corriente de la balanza de pagos fue menos deficitaria en USD 5.213 m con respecto al mismo período de 2015.

La reducción anual del déficit a septiembre de 2016 se explica por el menor déficit comercial de bienes y servicios, la disminución de los egresos netos por renta factorial y los mayores ingresos por transferencias corrientes.

corrientes, en tanto que los ingresos registraron un leve crecimiento. Con respecto a los egresos, sobresale la menor contratación de servicios técnicos petroleros, los menores pagos por fletes debido a la contracción del volumen importado, así como el menor gasto de viajeros colombianos en el exterior.

Otro factor que también contribuyó a la reducción del desbalance externo fueron las mayores transferencias corrientes, gracias, sobre todo, al crecimiento de las remesas de trabajadores del 3,9% anual, donde los aumentos más importantes se observaron en las enviadas desde los Estados Unidos y algunos países latinoamericanos.

Con respecto al financiamiento externo, entre enero y septiembre de 2016 se observaron entradas netas de capital por USD 10.173 m, inferiores a lo observado un año atrás, cuando se ubicaron en USD 14.907 m. La inversión directa neta (USD 7.656 m) aumentó en USD 1.478 m en 2016, debido a un incremento de las entradas, que fueron compensadas parcialmente por mayores inversiones directas de colombianos en el exterior. El incremento en el flujo de este tipo de recursos se concentró en el sector de electricidad, gas y agua, y se explica, principalmente, por la venta de Isagén. Por el contrario, los demás sectores en conjunto registraron una contracción de los flujos de inversión extranjera directa (IED) del 29% anual.

Por concepto de inversiones extranjeras de cartera al tercer trimestre de 2016, el país recibió USD 4.234 m, monto inferior al de un año atrás, cuando totalizó USD 9.259 m. Los recursos recibidos durante 2016 se han originado principalmente en la compra de TES por parte de inversionistas extranjeros en el mercado local y, en menor medida, en la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales, en su mayoría emitidos por el Gobierno y entidades del sector público.

En cuanto a otros flujos de capital, en su mayoría préstamos (sin operaciones de derivados), el país constituyó activos netos en el exterior por USD 2.486 m, originados especialmente en depósitos realizados tanto por entidades privadas como públicas. Este monto contrasta con los desembolsos netos de USD 1.691 m recibidos durante 2015 a septiembre. En el período de análisis, las reservas internacionales por transacciones de la balanza de pagos aumentaron en USD 29 m, debido principalmente a los ingresos por rendimiento neto del portafolio.

2. Pronósticos para 2016 y 2017

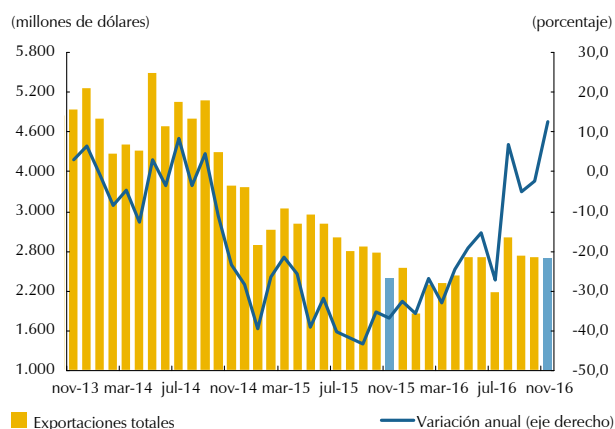
La inversión extranjera directa y la compra de TES por parte de inversionistas extranjeros han sido las principales fuentes de financiamiento externo.

Los ejercicios de pronóstico efectuados para este *Informe* indican que el déficit en la cuenta corriente se seguirá ajustando anualmente en lo que resta de 2016 y durante 2017. En este sentido, para el cuarto trimestre de 2016 se estima que el balance comercial de bienes habría sido menos deficitario que el observado en igual período de 2015. Esto, debido a que se esperaría un crecimiento de las exportaciones en dólares, en contraste con la caída estimada de las importaciones, las cuales se seguirían contrayendo, aunque a una menor tasa que lo observado

en trimestres anteriores. El crecimiento de las ventas externas en este período se daría gracias a la recuperación de la mayoría de los precios de referencia para los productos básicos de exportación, según se menciona en la primera parte de este capítulo, y a los mayores volúmenes estimados de carbón y café.

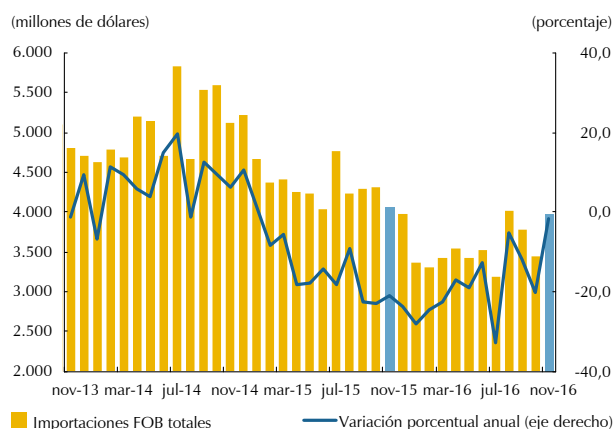
La información disponible de comercio exterior de bienes para el bimestre octubre-noviembre confirma esta proyección. En dicho período las exportaciones totales en dólares aumentaron en USD 232 m (4,5%) con respecto al año anterior (Gráfico 16), principalmente por el mayor valor exportado de productos derivados del petróleo, carbón y café. En cuanto a las importaciones FOB², en el bimestre octubre-noviembre estas se contrajeron en USD 926 m (-11,1% en términos anuales), debido, en mayor medida, a la menor adquisición de equipo de capital y menores compras externas de combustibles (Gráfico 17) (véase sombreado, p. 28).

Gráfico 16
Exportaciones totales FOB
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 17
Importaciones totales FOB
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Así, para todo 2016 se estima que el balance en el comercio de bienes continuaría siendo ampliamente deficitario, pero menor al registrado en 2015. Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás, se prevé una menor contracción de las exportaciones tradicionales, en particular por la revisión al alza del precio de los principales bienes básicos, así como de los volúmenes despachados de carbón y café. Adicionalmente, se elevó el pronóstico de crecimiento de las exportaciones no tradicionales, debido a la menor desaceleración observada en el último trimestre del año, dado el mayor dinamismo de los principales socios comerciales.

2 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor *free on board* (FOB) de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones *cost, freight and insurance* (CIF), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. Durante el bimestre octubre-noviembre las importaciones CIF totalizaron USD 7.777 m, lo que representa una reducción de 11,2% anual.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES PARA EL TERCER TRIMESTRE DE 2016 Y LO CORRIDO DEL CUARTO

Tercer trimestre:

Durante el tercer trimestre de 2016 se registró una caída de las exportaciones totales en dólares de 8,8% con respecto al año anterior, debido a menores ventas externas de todos los grupos de bienes. En los productos de origen minero se destaca la caída de 27,8% anual en las exportaciones de petróleo, mientras que en las de origen agrícola, el café presentó un descenso de 30,9% anual (Cuadro A).

En cuanto a las exportaciones de bienes industriales, las más afectadas por destinos fueron las dirigidas a Venezuela y la Unión Europea, que registraron una caída anual de 42,3% y 26,1%, respectivamente. A su vez, las ventas de este grupo de bienes hacia los Estados Unidos se redujeron 2,9%, en tanto que hacia México crecieron 7,0% anual (Gráfico A).

Respecto a las importaciones FOB en dólares, en el tercer trimestre se observó una caída de 17,3% anual, debido a

una disminución en las compras externas en todos los grupos de productos, pero principalmente de las de bienes de capital (-25,2%) y bienes intermedios (-14,5%) (Gráfico B).

Bimestre octubre-noviembre:

Entre octubre y noviembre se observó una recuperación de las exportaciones, que en buena parte se explica por el aumento de los precios de exportación. En lo que respecta a las importaciones, se siguieron observando caídas, aunque en tasas anuales inferiores, en parte por una base de comparación más baja en igual período de 2015.

En particular, durante este período las exportaciones en dólares mostraron un incremento anual de 4,5%, impulsadas por las ventas externas de los bienes de origen minero (6,5%) y de origen agrícola (7,8%). Se destaca la recuperación de las ventas de café, las cuales crecieron 12,4% (Cuadro B).

Cuadro A

Exportaciones e importaciones FOB en dólares para el tercer trimestre de 2016

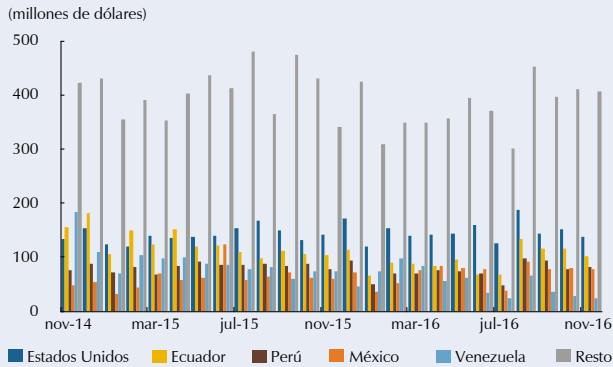
Grupo	Variación anual (porcentaje)	Importantes contribuciones a la variación anual	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total exportaciones	(8,8)		
Bienes de origen minero	(5,5)	Petróleo crudo	(27,8)
Resto de exportaciones ^{a/} (Bienes industriales)	(10,2)	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	(19,6)
		Productos químicos	(9,3)
		Hacia Venezuela	(42,3)
		Hacia Unión Europea	(26,1)
		Hacia el resto de ALADI ^{b/}	(5,0)
Bienes de origen agrícola	(19,4)	Hacia Perú	(7,2)
		Café	(30,9)
		Banano	(6,0)
		Flores	0,2
Total importaciones	(17,3)		
Bienes de capital	(25,2)	Bienes de capital para la industria	(25,9)
		Equipo de transporte	(21,9)
Bienes intermedios	(14,5)	Combustibles y lubricantes	(34,7)
		Materia prima para la industria	(8,7)
Bienes de consumo	(11,2)	Bienes durables	(16,7)
		Bienes no durables	(6,1)

a/ Este grupo no incluye petróleo ni derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano ni flores.

b/ ALADI sin Venezuela, Ecuador, Perú y México.

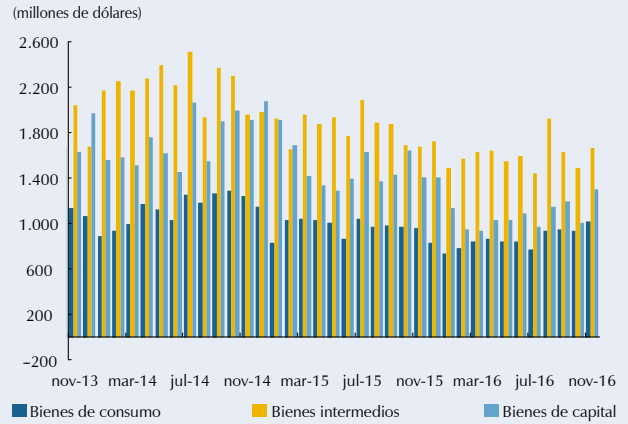
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico A
Exportaciones industriales hacia los Estados Unidos, Ecuador, Perú, México, Venezuela y resto^{a/} (mensual)



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

Gráfico B
Importaciones por tipo de bienes (FOB)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro B
Exportaciones e importaciones FOB en dólares para lo corrido del cuarto trimestre de 2016

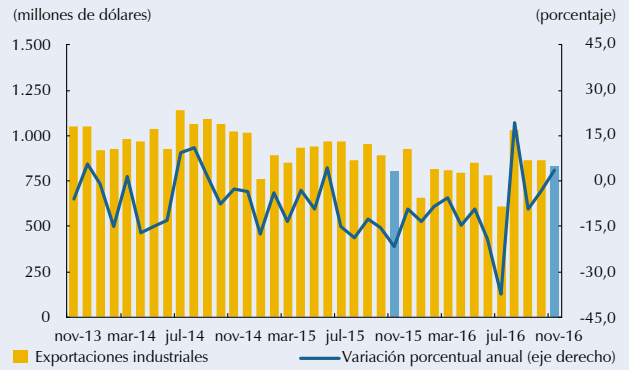
Grupo	Bimestre octubre-noviembre		
	Variación anual (porcentaje)	Variación anual del rubro (porcentaje)	
Total exportaciones	4,5		
Bienes de origen minero	6,5	Refinación del petróleo	87,6
		Carbón, lignítico y turba	23,5
Resto de exportaciones ^{a/} (Bienes industriales)	(0,1)	Alimentos, bebidas y tabaco sin café	(12,9)
		Maquinaria y aparatos eléctricos	(28,8)
		Hacia Venezuela	(64,8)
		Hacia Unión Europea	(15,1)
Bienes de origen agrícola	7,8	Hacia Perú	(5,0)
		Café	12,4
		Banano	3,0
		Flores	2,3
Total importaciones	(11,1)		
Bienes de capital	(23,9)	Bienes de capital para la industria	(24,1)
		Equipo de transporte	(25,1)
Bienes intermedios	(6,4)	Combustibles y lubricantes	(23,4)
		Materias primas para la industria	(2,0)
Bienes de consumo	1,0	Bienes durables	(0,9)
		Bienes no durables	2,7

a/ Este grupo no incluye petróleo ni derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con relación a las exportaciones industriales, entre octubre y noviembre se observó una leve disminución de 0,1% anual (Gráfico C), influenciada por la caída significativa en las ventas externas de estos productos hacia Venezuela (-64,8%), la Unión Europea (-15,1%) y Perú (-5,0%). Por su parte, las ventas de este grupo hacia el resto de la Aladi¹, México y los Estados Unidos crecieron 18,0%, 30,8% y 5,0% anual, respectivamente.

Por otra parte, en este mismo período las importaciones FOB en dólares reportaron una contracción anual de 11,1%. Esta reducción está asociada con caídas en el valor importado de los bienes de capital (-23,9%) y los bienes intermedios (-6,4%), mientras que las compras externas de bienes de consumo crecieron 1,0% anual, determinadas por las adquisiciones de bienes no durables (2,7%).

Gráfico C
Exportaciones industriales FOB^{a/}
(mensual)



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

1 Sin Venezuela, Ecuador, Perú ni México.

El desbalance externo se seguirá corrigiendo durante el último trimestre de 2016, en gran parte como resultado del menor déficit comercial de bienes.

En cuanto a las importaciones en dólares, se estima una disminución para todo 2016 de 17,3% frente a lo observado en 2015, que es especialmente importante en el caso de las compras de insumos y bienes de capital para la industria. La caída de las importaciones habría obedecido a una demanda interna menos dinámica, a alguna sustitución de importaciones y a reducciones de los precios en dólares de los bienes importados. Frente a la proyección efectuada en el *Informe* anterior, la caída estimada de las compras externas es ahora menor, dado el comportamiento observado en los últimos meses del año.

Por otra parte, se espera que para el cuarto trimestre el ajuste anual del déficit de servicios no factoriales sea menor que el observado en trimestres previos. Para todo el año se prevé un menor balance deficitario del comercio de servicios, debido a la menor contratación de servicios técnicos petroleros, a la reducción en el pago de fletes debido a la contracción del volumen importado, y por los menores efectos esperados de la depreciación sobre el gasto de colombianos en el exterior.

En contraste, los egresos netos por la renta factorial aumentarían en el último trimestre del año, debido principalmente al impacto que tiene sobre las utilidades la recuperación de los precios de los productos del sector mineroenergético. Igualmente, en términos trimestrales se espera una mejora de las utilidades de los demás sectores, que contrasta con las bajas utilidades obtenidas en el tercer trimestre. Así, para todo 2016 se estima una disminución anual en los egresos netos por renta factorial, asociada en particular con las menores utilidades del sector minero y petrolero y, en menor medida, con las del resto de sectores. Esta caída estaría compensada parcialmente por los mayores pagos de intereses de la deuda externa.

Finalmente, los ingresos netos por transferencias registrarían niveles superiores a los del mismo período del año anterior, debido en particular al mayor crecimiento esperado en los Estados Unidos y Europa (véase la sección A de este capítulo).

En relación al financiamiento, se estima que para el último trimestre de 2016 los recursos de IED habrían disminuido frente a lo observado en el mismo período un año atrás. Por otra parte, la información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria muestra que en el cuarto trimestre de 2016 hubo un aumento anual considerable de los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado³. A lo anterior se suman recursos provenientes de créditos externos con la banca multilateral, obtenidos especialmente por el Gobierno y otras entidades del sector público y, en menor medida, por colocaciones de bonos por parte de empresas del sector privado.

En términos del financiamiento, para todo 2016 se estima que los flujos de capital habrían sido menores a los recibidos en 2015, debido principalmente a los meno-

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

res recursos netos de inversión de portafolio y otros préstamos y créditos externos (Cuadro 3). En particular, se prevén menores entradas por concepto de colocación de títulos de deuda en los mercados internacionales y de compra de acciones por extranjeros en el mercado local, así como mayores constituciones de activos en el exterior diferentes de inversiones directas (financieros, depósitos, entre otros). En el caso de las compras de TES por parte de inversionistas extranjeros, estas se incrementaron alcanzando niveles muy superiores a los de 2015. Cabe anotar que alrededor del 25% del saldo de TES a diciembre 2016 está en tenencia de fondos de capital extranjero, cifra superior al 18% registrado en igual período de un año atrás.

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

	2012	2013	2014 (pr)	2015 (pr)	2016 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	(11.214)	(12.449)	(19.563)	(18.922)	(12.624)
Porcentaje del PIB	(3,0)	(3,3)	(5,2)	(6,5)	(4,5)
A. Bienes y servicios	(840)	(2.957)	(11.671)	(18.512)	(13.513)
B. Ingreso Primario (Renta de los factores)	(14.994)	(14.220)	(12.367)	(5.527)	(4.515)
C. Ingresos Secundarios (Transferencias corrientes)	4.620	4.729	4.475	5.117	5.404
Cuenta Financiera (A + B + C + D)	(11.746)	(11.888)	(19.403)	(18.356)	(13.038)
Porcentaje del PIB	(3,2)	(3,1)	(5,1)	(6,3)	(4,7)
A. Inversión directa (ii-i)	(15.646)	(8.557)	(12.264)	(7.514)	(8.710)
i. Extranjera en Colombia (IED)	15.039	16.209	16.163	11.732	12.125
ii. Colombiana en el exterior	(606)	7.652	3.899	4.218	3.415
B. Inversión de cartera (1+2)	(5.690)	(6.978)	(11.654)	(9.532)	(4.670)
C. Otra Inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	4.183	(3.300)	79	(1.725)	221
D. Activos de reserva	5.406	6.946	4.437	415	122
Errores y omisiones (E Y O)	(532)	561	160	566	(414)

(pr): preliminar
(proy): proyección

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

Fuente: Banco de la República.

Con respecto a los flujos de IED neta en Colombia, en todo 2016 habrían tenido un incremento del 16% frente a lo observado un año atrás, producto de los recursos provenientes de la venta de Isagén y de la menor inversión de colombianos en el exterior. Lo anterior sería compensado solo parcialmente por la menor IED para todos los sectores en general, pero en mayor medida para los de petróleo y minería.

De esta manera, en el escenario central, la estimación del déficit de la cuenta corriente para todo 2016 es inferior a la proyectada tres meses atrás, lo que implica un mayor ajuste del balance externo, en dólares y como porcentaje del PIB, en relación con lo registrado en 2015. Así, en el escenario más probable, este déficit estaría alrededor de los USD 12.624 m, que corresponderían a un 4,5% del PIB (Cuadro 3). Dicho pronóstico incorpora el efecto que tienen los precios de referencia de los productos básicos de exportación en diferentes cuentas del balance externo, así como los efectos de la desaceleración en la actividad económica colombiana, como se mencionó al comienzo de esta sección.

Para todo 2016 se estima un déficit en la cuenta corriente, que se ubicaría alrededor de 4,5% del PIB con un valor aproximado de USD 12.600 m.

Al igual que en el *Informe* anterior, para todo 2016 se consideraron diferentes escenarios de pronóstico de la balanza de pagos, asociados con las condiciones y con la disponibilidad de financiamiento externo para la economía local, así como con las proyecciones de precios de los bienes básicos y de crecimiento de los socios comerciales, según se muestra en la primera parte de este capítulo. Los distintos supuestos sobre estos y otros factores determinan la amplitud del rango de proyección del déficit en la cuenta corriente. De esta manera se estima un rango de déficit para 2016 entre -4,3% y -4,7% del PIB.

La corrección del desbalance externo iniciada en 2016 debe continuar en 2017. Para este año se proyecta un déficit en la cuenta corriente en torno al 3,7% del PIB, en un escenario central que recoge los supuestos presentados en la primera parte de este capítulo. Esto estaría asociado principalmente con una disminución del déficit de la balanza comercial de bienes, gracias a que se anticipa un mejor panorama para los precios de los principales productos de exportación y a que se prevé una recuperación de los socios comerciales (véase la primera parte de este capítulo), a lo que se sumaría un bajo crecimiento de las importaciones.

En servicios no factoriales, se espera que el déficit comercial en 2017 alcance niveles mayores a los de 2016, resultado de mayores egresos por fletes, dado el crecimiento del volumen importador y del precio del petróleo. Además, se contemplan incrementos de las importaciones de servicios vinculados con la actividad petrolera, así como por el pago de seguros, dado el efecto de las concesiones de cuarta generación. Por concepto de renta factorial, se esperan mayores egresos netos en 2017, debido, por un lado, al incremento de las utilidades de las empresas extranjeras que operan en el sector mineroenergético, y por el otro, a los mayores pagos por intereses de la deuda externa.

En relación a los flujos de capital, en 2017 los recursos por IED deberían ser la principal fuente de financiamiento, aunque sin alcanzar los niveles registrados en 2016. Vale la pena destacar que se prevé una recuperación de la inversión dirigida a la actividad mineroenergética. A lo anterior se sumarían entradas de capital relacionadas con préstamos y otros créditos externos (otorgados en su mayoría por organismos multilaterales), colocación de bonos, principalmente por parte del Gobierno, y flujos de portafolio asociados con compras netas de TES por inversionistas extranjeros. Estos últimos se estiman en menor cuantía que lo observado en 2016.

La proyección actual considera un aumento en el costo de financiamiento externo explicado, principalmente, por posibles incrementos en la tasa de interés de la Fed. Los mercados internacionales podrían registrar una mayor volatilidad, debido, por ejemplo, a las medidas que pueda tomar el nuevo gobierno estadounidense, a decisiones en torno al *brexit*, entre los más importantes.

La incertidumbre sobre las condiciones económicas externas y la disponibilidad de financiamiento, según se mostró en la primera parte de este capítulo, determinan un rango de pronóstico para el déficit en la cuenta corriente de 2017, el cual estaría entre 3,0% y 4,4% del PIB.

El ajuste en la cuenta corriente observado en 2016 continuaría en 2017, año en el cual el déficit se situaría cerca del 3,7% como proporción del PIB.

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

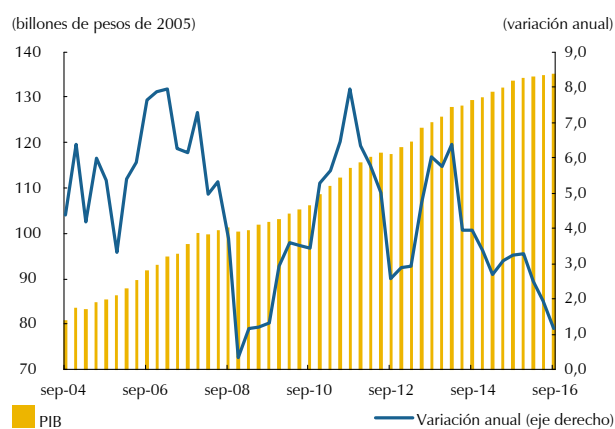
En el tercer trimestre la economía colombiana se desaceleró y creció 1,2%, cifra menor a lo esperado tres meses atrás. El debilitamiento se explica en parte por la presencia de diversos choques de oferta que no fueron plenamente anticipados.

Por ramas de actividad se destacó el dinamismo de la construcción y de los servicios financieros. Por el contrario, la actividad minera, la agricultura, el transporte y los suministros de electricidad, gas y agua mostraron retrocesos que se explican en parte por el paro camionero.

La información disponible para el cuarto trimestre sugiere que la actividad económica se habría expandido a un ritmo superior a los registrados tres meses atrás pero inferior a lo observado en la primera mitad del año.

A. COMPORTAMIENTO DEL PIB DURANTE EL TERCER TRIMESTRE DE 2016

Gráfico 18
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La información más reciente de las estadísticas del PIB, publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), reveló que la actividad económica se expandió 1,2% durante el tercer trimestre de 2016 (Gráfico 18), cifra ubicada en la parte inferior del rango de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 1,0% y 2,2%, con 1,6% como tasa más probable). De esta manera, se acumulan tres trimestres consecutivos de disminuciones en el ritmo de crecimiento anual. Frente al trimestre anterior, el PIB creció 0,3%, lo que en términos anualizados correspondió a una variación de 1,3%.

Esta nueva desaceleración ocurrió en un contexto en el que, al proceso de ajuste esperado de la economía coherente con los menores niveles de términos de intercambio y de ingreso nacional disponible, se suma-

Durante el tercer trimestre distintos choques de oferta, como el paro camionero, afectaron negativamente el comportamiento de la actividad económica.

ron choques de oferta en el sector transportador (en particular, el paro camionero). También, en el tercer trimestre la inflación al consumidor habría continuado deteriorando el poder de compra (en términos reales) de los ingresos de las familias colombianas; incluso, pese a que cedió luego de alcanzar máximos en el año.

En el tercer trimestre de 2016 la demanda interna registró una caída anual (Cuadro 4), sobre todo debido a una contracción del rubro de formación bruta de capital. El consumo también mostró una desaceleración, mayor que la esperada en versiones anteriores de este *Informe*. Por su parte, las exportaciones netas aportaron positivamente a la expansión del PIB, aunque tanto las exportaciones como las importaciones decrecieron.

El comportamiento individual de los renglones del PIB sugirió un mal desempeño de la demanda interna. Por un lado, el consumo privado se desaceleró de manera generalizada, con excepción del consumo de bienes durables, que si bien registró una contracción, fue menor que la observada durante la primera mitad del año. En este sentido, los incrementos de los precios de la economía, la depreciación

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2015				2015 Año completo	2016			Contribuciones al crecimiento anual (III trim. 2016)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	III trim.	
Consumo total	4,4	3,8	4,4	3,1	3,9	2,9	2,3	1,3	1,0
Consumo de hogares	4,6	3,9	4,3	2,6	3,8	3,3	2,4	1,1	0,7
Bienes no durables	4,2	4,2	4,7	3,4	4,1	3,4	2,7	1,2	0,3
Bienes semidurables	5,8	2,9	6,9	3,0	4,6	3,6	2,8	0,2	0,0
Bienes durables	10,3	2,7	(7,0)	(12,0)	(2,0)	(5,2)	(5,1)	(3,1)	(0,1)
Servicios	4,3	4,2	4,7	3,6	4,2	4,1	2,9	1,5	0,5
Consumo final del Gobierno	2,2	2,3	3,1	3,8	2,8	1,6	1,6	1,2	0,2
Formación bruta de capital	4,3	1,7	4,0	0,6	2,6	(3,3)	(3,1)	(7,3)	(2,2)
Formación bruta de capital fijo	5,9	4,2	0,9	0,3	2,8	(3,1)	(1,9)	(3,4)	(1,0)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(6,7)	(2,1)	0,7	2,7	(1,5)	(0,7)	0,0	(1,2)	(0,0)
Maquinaria y equipo	0,7	(2,0)	(0,0)	(5,6)	(1,8)	(11,1)	(7,6)	(14,7)	(1,3)
Equipo de transporte	29,7	12,9	8,7	(5,9)	9,4	(18,8)	(5,0)	(15,5)	(0,6)
Construcción y edificaciones	2,1	10,2	(8,2)	8,1	2,7	11,5	2,7	11,3	0,7
Obras civiles	3,3	6,0	6,6	5,1	5,2	0,3	(0,5)	2,2	0,2
Servicios	1,2	4,6	(3,3)	1,4	0,9	1,9	0,3	(1,2)	(0,0)
Demanda interna	4,3	3,4	4,3	2,4	3,6	1,5	1,0	(1,1)	(1,3)
Exportaciones totales	2,6	(1,7)	(4,0)	0,6	(0,7)	2,3	4,1	(1,5)	(0,2)
Importaciones totales	8,9	1,1	8,8	(2,7)	3,9	(2,5)	(1,4)	(8,4)	2,5
PIB	2,7	3,1	3,3	3,3	3,1	2,5	2,0	1,2	1,2

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El consumo agregado se debilitó en el tercer trimestre, algo a lo que pudo haber contribuido el aumento de la inflación y el endurecimiento del financiamiento.

acumulada del peso frente al dólar, y el endurecimiento de las condiciones de financiamiento interno habrían restado dinamismo al consumo de los hogares. Por otra parte, el consumo público registró un crecimiento mediocre, incluso menor que el de la primera mitad del año, lo que habría sido consistente con un nivel de ejecución más bajo del gobierno nacional central y de los gobiernos regionales y locales, esto último común durante el primer año de gestión local.

Por otro lado, la inversión registró importantes caídas, sobre todo en sus componentes de equipo de transporte y maquinaria y equipo. Lo anterior habría sido consecuencia, en buena medida, de la depreciación del peso, la transmisión de los ajustes de la política monetaria hacia las tasas de interés de mercado, los bajos precios internacionales de los bienes de origen minero, y el ajuste en el déficit en la cuenta corriente que se ha venido observando a lo largo del año (véase el capítulo 1). En contraste, la inversión en construcción de edificaciones y de obras civiles creció. Este comportamiento, proveniente de ambos rubros, habría sido resultado de los programas de vivienda social del Gobierno y de la ejecución de recursos en infraestructura.

Finalmente, el comportamiento de las exportaciones siguió de cerca lo reflejado por los malos registros de ventas al exterior de bienes tradicionales, en particular de petróleo y café. El buen desempeño de las exportaciones de carbón y de refinados no compensó lo anterior. Para el caso de las importaciones, los mayores retrocesos se registraron para las compras de bienes de capital para la industria, de equipo de transporte, y de refinados del petróleo, lo cual fue reflejo de lo ocurrido en el componente de la demanda interna intensiva en bienes importados y del proceso de sustitución de importaciones tras la apertura de Reficar.

Por el lado de la oferta, los sectores que presentaron un crecimiento económico más sobresaliente durante el tercer trimestre de 2016 fueron la construcción (5,8%) y los servicios financieros (3,9%) (Cuadro 5). Por el contrario, las actividades relacionadas con la minería (-6,1%), los suministros de electricidad, gas y agua (-1,8%), la agricultura (-1,7%), y el transporte (-1,2%) se contrajeron. Adicionalmente, el comercio (0,1%) presentó un comportamiento débil. Es importante mencionar que el deterioro en varios sectores se explica, en parte, por un efecto rezagado del fenómeno de El Niño y por el significativo choque de oferta debido al paro camionero (Recuadro 1 pp. 43-45).

Los efectos del paro camionero y el rezago del fenómeno de El Niño afectaron actividades como la agricultura, el transporte y los suministros de energía, gas y agua.

El dinamismo de la construcción se explicó principalmente por el buen comportamiento de la destinada a edificaciones (11,0%). Esto obedece un significativo aumento de las edificaciones no residenciales (22,8%) y a las actividades de mantenimiento y reparación (2,7%), aunque se debe tener en cuenta también que había una baja base de comparación frente a hace un año cuando dicho sector cayó 8,8%. Por el lado de las obras civiles (1,9%), es importante señalar que el componente de carreteras y de otras obras de ingeniería impulsó el dinamismo sectorial y contrarrestó la caída de las construcciones destinadas a la minería. Los pagos realizados por las entidades territoriales explican gran parte de la contribución de este subsector al crecimiento de la economía colombiana.

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

	2015				2015 Año completo	2016		
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		I trim.	II trim.	III trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,2	2,4	3,0	5,8	3,3	0,7	(0,1)	(1,7)
Explotación de minas y canteras	0,4	4,2	(0,5)	(1,5)	0,6	(4,6)	(7,1)	(6,1)
Industria manufacturera	(2,0)	(0,1)	3,2	3,9	1,2	5,3	6,0	2,0
Electricidad, gas y agua	2,5	1,6	3,8	3,8	2,9	2,9	(0,8)	(1,8)
Construcción	3,1	8,1	0,2	4,6	3,9	5,2	1,0	5,8
Edificaciones	1,4	9,0	(7,9)	7,1	2,1	10,9	2,8	11,0
Obras civiles	4,7	6,5	7,1	3,2	5,4	0,4	(0,4)	1,9
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4,6	3,5	4,7	3,8	4,1	2,7	1,4	0,1
Transporte, almacenamiento y comunicación	2,6	0,4	2,2	0,7	1,4	1,8	0,1	(1,2)
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,8	3,8	4,2	4,3	4,3	3,8	4,6	3,9
Servicios sociales, comunales y personales	2,4	2,5	3,4	3,5	2,9	1,7	2,3	1,8
Subtotal valor agregado	2,5	2,9	3,0	3,4	3,0	2,5	1,9	1,1
Impuestos menos subsidios	4,1	4,0	4,6	3,4	4,0	2,3	2,8	1,8
PIB	2,7	3,1	3,1	3,4	3,1	2,5	2,0	1,2

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Otro sector que mostró un dinamismo importante fue el de los servicios financieros, cuya participación dentro del PIB es cercana al 20%. El total sectorial mostró una expansión de 3,9%, que se explica, principalmente, por un crecimiento de 7,2% de la intermediación financiera y por un aumento del 3,4% en las actividades inmobiliarias y de alquiler de vivienda.

Aunque de nuevo la industria manufacturera reportó un desempeño positivo, debe señalarse que también sufrió el impacto negativo del paro camionero y que su expansión obedece principalmente al buen comportamiento de la refinación de petróleo (30,3%). Así, pese a que el total sectorial creció 2,0%, al excluir la refinación de petróleo las manufacturas restantes presentaron una contracción de 1,9%. En lo que respecta a la minería, en el tercer trimestre, por quinta vez consecutiva, se observó una contracción anual de la producción sectorial. Este sector mostró una contracción de 6,1%, siendo la rama que mayor deterioro registra en lo corrido del año. En su interior se observaron comportamientos dispares, ya que el crecimiento de la producción de carbón (16,9%) fue contrarrestado por las significativas caídas de la producción de petróleo (-12,7%), minerales metálicos (-1,3%) y los no metálicos (-2,3%).

La actividad agrícola presentó un retroceso de 1,7% en términos anuales. Este resultado se debe a la disminución anual de 15,4% de la producción de café y por

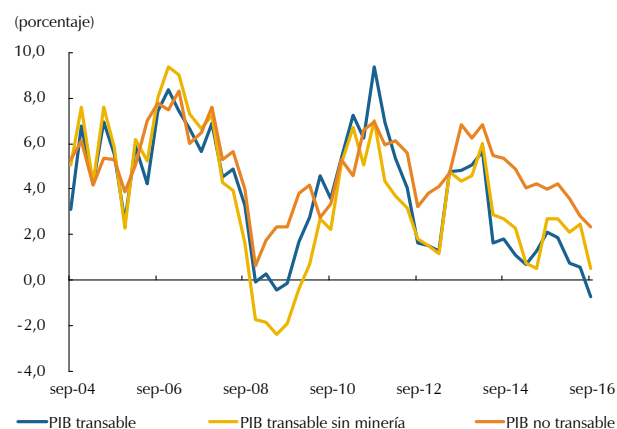
la caída de los cultivos permanentes (-4,0%) y del sacrificio de animales (-0,3%). Dentro del deterioro de los cultivos permanentes se destacan las caídas de semillas y frutos oleaginosos (-20,6%), plantas bebestibles (-17,6%) y frutas y nueces (-3,1%). Por el contrario, los cultivos transitorios mostraron un buen desempeño y se expandieron a una tasa anual de 14,1%, donde se destacan los grupos de cereales y de legumbres.

Los suministros de electricidad, gas y agua también mostraron un deterioro, al contraerse 1,8% durante el tercer trimestre del año. El comportamiento de este sector se explica, en parte, por un impacto rezagado del fenómeno de El Niño y por el paro camionero que afectó el comportamiento de varias ramas de actividad, y con ello la demanda de energía no regulada.

Además, y directamente relacionado con el paro camionero, la actividad de transporte mostró una contracción de 1,2%, que a su vez está asociada con los efectos del paro sobre la actividad industrial, agrícola y el comercio.

En ese entorno tanto el PIB transable como el no transable mostraron un deterioro. Así, el primero pasó de crecer a una tasa anual de 0,6% a una contracción de 0,7% entre el segundo y tercer trimestres de 2016. Al excluir la minería, el PIB del resto de sectores transables mostró una expansión de 0,5% (frente a 2,5% un trimestre atrás). Por su parte, el PIB no transable presentó una expansión anual de 2,3% en el tercer trimestre de 2016, luego de registrar un crecimiento de 3,2% durante el primer semestre del año (Gráfico 19).

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



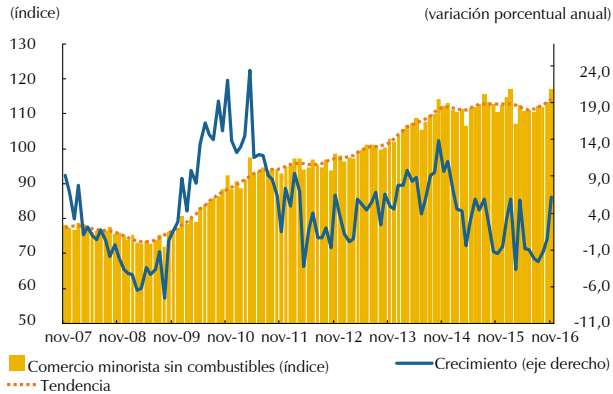
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

B. EL PIB DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2016 Y DE TODO 2016

De acuerdo con la información disponible, entre octubre y diciembre de 2016 la actividad económica habría continuado registrando un crecimiento bajo, menor que el observado durante la primera mitad del año pasado (2,2%), aunque algo mayor que el del tercer trimestre (1,2%). Este comportamiento habría ocurrido en un contexto donde los choques de oferta presentes durante el tercer trimestre se habrían disipado. Además, los precios internacionales de las materias primas exportadas por Colombia registraron aumentos en el margen, lo que habría supuesto un incremento de los términos de intercambio y algún alivio en la dinámica del ingreso nacional disponible. Esto, en un escenario de volatilidad en la tasa de cambio y en los mercados financieros internacionales. En el ámbito local, la inflación continuó cediendo, al tiempo que se habría agilizado la ejecución de recursos públicos por parte de los gobiernos regionales y locales.

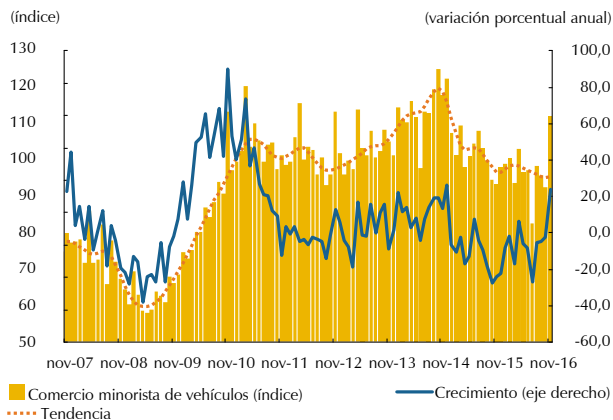
La proyección del PIB para el cuarto trimestre supone un crecimiento casi nulo de la demanda interna. El consumo total se habría acelerado un poco, por cuenta

Gráfico 20
Encuesta mensual del comercio al por menor
 (total comercio minorista sin combustibles,
 desestacionalizado)



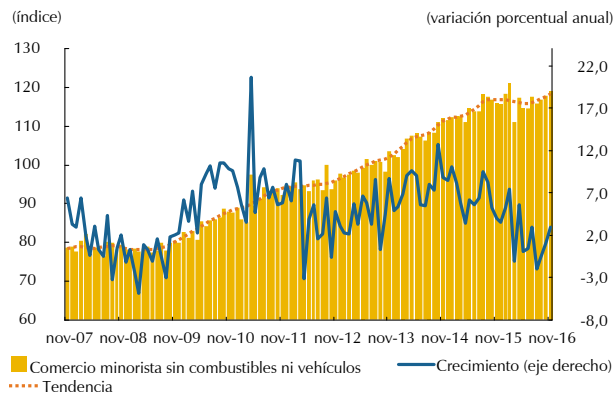
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 21
Encuesta mensual del comercio al por menor
 (comercio minorista de vehículos automotores,
 desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



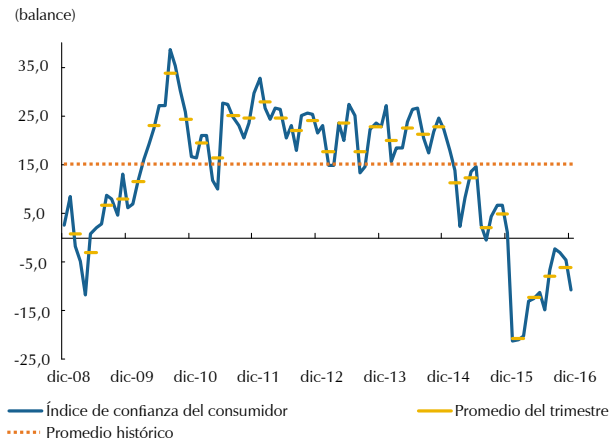
Fuente: Comité Automotor Colombiano (ANDI, Fenalco, Econometría); cálculos del Banco de la República.

tanto del privado como del público. Sin embargo, la inversión habría continuado contrayéndose por cuarto trimestre consecutivo. Las exportaciones netas habrían contribuido a la expansión de la economía, por cuenta de un incremento en las ventas al exterior de servicios y bienes tradicionales, al tiempo que se habría dado una nueva caída de las importaciones, en particular de las de bienes de capital.

El pronóstico aquí presentado tiene en cuenta lo sugerido por diferentes indicadores coyunturales. Por el lado del consumo, de acuerdo con la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE, las ventas minoristas de noviembre se expandieron 6,1% frente al mismo mes de 2015 (Gráfico 20). El agregado del bimestre octubre-noviembre lo hizo un 3,4%, lo que representó una aceleración con respecto al registro del tercer trimestre (-2,0% anual). Esta mejoría en el comportamiento de las ventas al por menor obedeció en gran medida al desempeño de las de vehículos y de otros bienes durables. En noviembre las ventas de automotores crecieron 23,8% anual (Gráfico 21), gracias al impulso que significó el XV Salón Internacional del Automóvil de Bogotá. Así las cosas, estas ventas crecieron 11,2% para el agregado del bimestre octubre-noviembre, mostrando una notable recuperación frente al -12,7% del tercer trimestre. Al restar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 3,0% anual en noviembre (Gráfico 22), con lo que el crecimiento anual para el agregado del bimestre fue de 2,0%, algo mayor que el 0,1% del tercer trimestre. El renglón que más contribuyó a este incremento fue el de ventas de electrodomésticos y muebles para el hogar, con un aporte de 2,6 pp. Los demás bienes contribuyeron poco al mejor desempeño del agregado.

Otros indicadores auxiliares para el consumo sugieren tendencias similares, con una leve recuperación para el cuarto trimestre. Aunque en diciembre el índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo cayó con respecto a los registros de los últimos cuatro meses, por debajo de los promedios calculados para el tercer trimestre y desde noviembre de 2001 (Gráfico 23), el promedio calculado para el cuarto trimestre de 2016 fue levemente mayor que el del agregado del tercero. El retroceso del ICC se concentró en el componente de expectativas de mediano

Gráfico 23
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

noviembre, al pasar de crecer en promedio 12,2% anual en el tercer trimestre a 12,8% en el cuarto (5,8% a 7,0% en términos reales, respectivamente). A pesar de lo anterior, las tasas de interés (nominales y reales) continúan aumentando en el margen.

Con todo esto, para el cuarto trimestre el equipo técnico del Banco de la República proyecta una expansión del consumo privado a un ritmo mediocre, pero que sería mayor que la registrada durante el tercer trimestre (1,1%). El mejor desempeño de las ventas de vehículos y de electrodomésticos habría dinamizado las ventas de bienes durables, por lo que para el último cuarto del año se prevé un crecimiento positivo en este componente del PIB (luego de cinco trimestres consecutivos de contracciones). Este comportamiento podría haber estado re-

lacionado con un adelanto del consumo por parte de las familias colombianas ante la expectativa de un aumento de precios de este tipo de bienes por cuenta de la reforma tributaria.

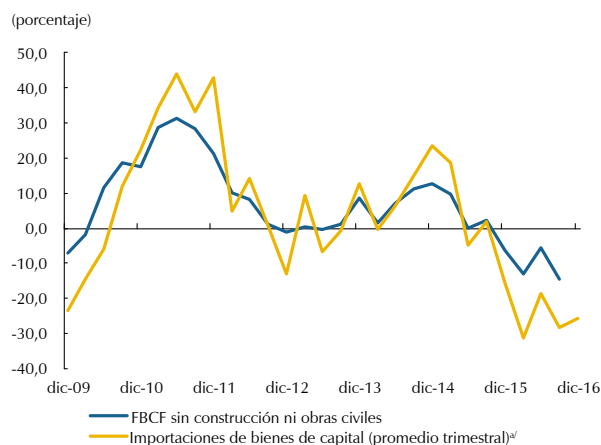
lacionado con un adelanto del consumo por parte de las familias colombianas ante la expectativa de un aumento de precios de este tipo de bienes por cuenta de la reforma tributaria.

lacionado con un adelanto del consumo por parte de las familias colombianas ante la expectativa de un aumento de precios de este tipo de bienes por cuenta de la reforma tributaria.

lacionado con un adelanto del consumo por parte de las familias colombianas ante la expectativa de un aumento de precios de este tipo de bienes por cuenta de la reforma tributaria.

lacionado con un adelanto del consumo por parte de las familias colombianas ante la expectativa de un aumento de precios de este tipo de bienes por cuenta de la reforma tributaria.

Gráfico 24
Importaciones de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles (variación anual)



Nota: el dato de junio de 2016 corresponde a una proyección utilizando las cifras preliminares de la DIAN.

a/ Cifras llevadas a términos reales.

Fuente: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior) y DIAN; cálculos del Banco de la República.

lacionado con un adelanto del consumo por parte de las familias colombianas ante la expectativa de un aumento de precios de este tipo de bienes por cuenta de la reforma tributaria.

Con respecto a la formación bruta de capital fijo, la información disponible sugiere que en el cuarto trimestre aquella distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles habría registrado nuevas caídas. Tanto la serie de importaciones de bienes de capital publicada por el DANE, como el boletín de comercio exterior de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) a diciembre, muestran caídas en dólares de las compras al exterior de este tipo de bienes. Cuando se llevan a pesos reales, también se observa una contracción, lo que refuerza el pronóstico de decrecimientos en este segmento de la inversión durante el cuarto trimestre (Gráfico 24). Algo similar sugiere la serie del balance de expectativas de inversión a noviembre de la EMEE del Banco de la República.

COMPORTAMIENTO DEL MERCADO LABORAL DURANTE EL CUARTO TRIMESTRE DE 2016

Durante el cuarto trimestre de 2016 los indicadores del mercado laboral continuaron presentando deterioros, aunque menores que los esperados en el *Informe sobre Inflación* anterior. De manera particular, la tasa de desempleo (TD) aumentó debido a una disminución en la tasa de ocupación (TO). Lo anterior sucedió a pesar de que también cayó la tasa global de participación (TGP) (Gráfico A).

La TD en el trimestre móvil terminado en diciembre aumentó con respecto al mismo período del año anterior, ubicándose en 8,2% para el total nacional y en 9,2% en las cabeceras urbanas y en las trece principales áreas metropolitanas. Por otro lado, en este mismo período en las áreas rurales la TD se redujo anualmente, al ubicarse en 4,4% (Gráfico B).

Al descontar el efecto estacional y con información del trimestre móvil terminado en diciembre, las TD nacional y de las trece áreas siguen mostrando una leve tendencia al alza, aunque más moderada en el caso de la TD nacional (Gráfico C). Cabe resaltar que ambas series han mostrado un comportamiento volátil en el último año, debido a las fluctuaciones observadas de la TGP, lo que hace difícil identificar con claridad su tendencia.

Con respecto a la TO, su disminución se debe a una desaceleración del crecimiento del número de ocupados, que en el trimestre móvil terminado en diciembre creció un 0,4% anual en el total nacional y en las trece áreas (Gráfico D, paneles A y B). Cabe señalar que el número de ocupados se ha

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

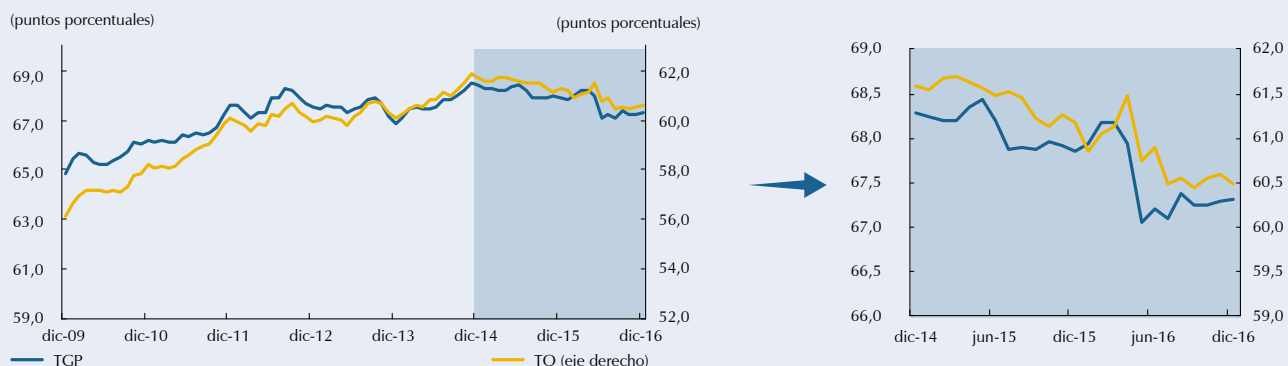


Gráfico B
Tasa de desempleo
(trimestre móvil julio-agosto-septiembre)

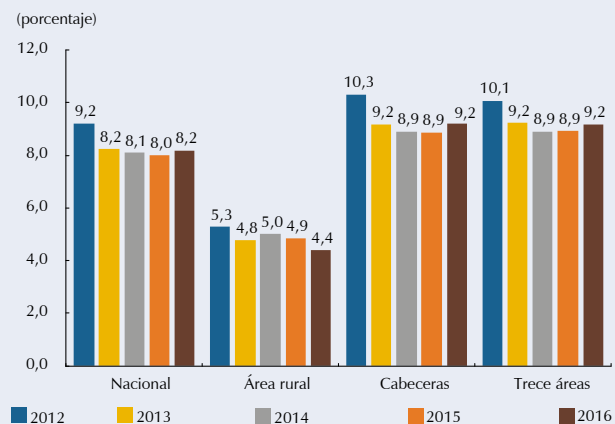
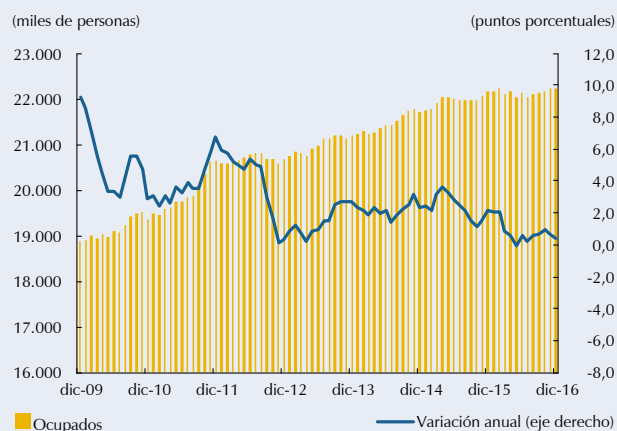


Gráfico C
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)

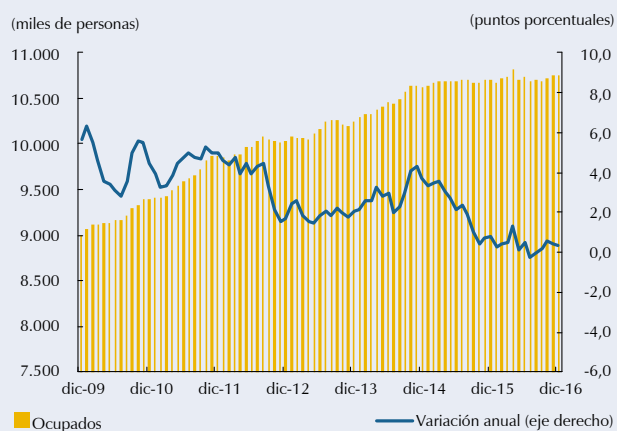


Gráfico D
Número de ocupados y variación anual

1. Total nacional

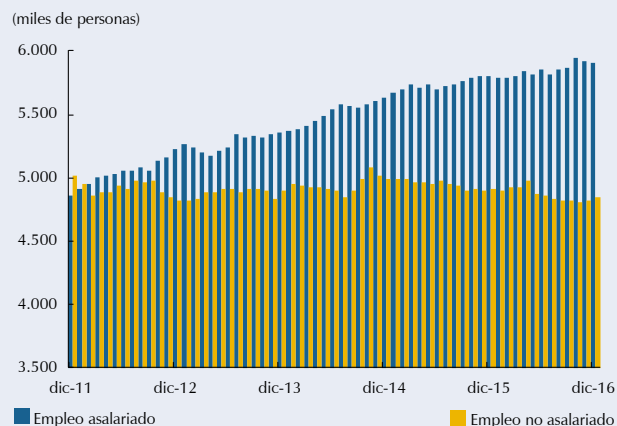


2. Trece principales áreas metropolitanas



Fuente: DANE (GEIH).

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



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

mantenido estancado durante buena parte de 2016, tanto en el total nacional como para las trece áreas metropolitanas (en el análisis con series desestacionalizadas).

La menor tasa de crecimiento anual del empleo es consecuencia del menor número de trabajadores no asalariados, pues la tasa de crecimiento anual del empleo asalariado continuó siendo positiva. En particular, durante el trimestre móvil octubre-diciembre esta última tasa fue de 1,8%, mientras que el empleo no asalariado disminuyó 1,4% (Gráfico E).

El estancamiento del empleo ha sido coherente con la desaceleración observada de la actividad económica, aunque su desempeño ha sido mejor que el esperado. De continuar la debilidad de la actividad económica, el deterioro de los indicadores del mercado laboral podría acentuarse.

La inversión en construcción continuaría contribuyendo al crecimiento durante el cuarto trimestre.

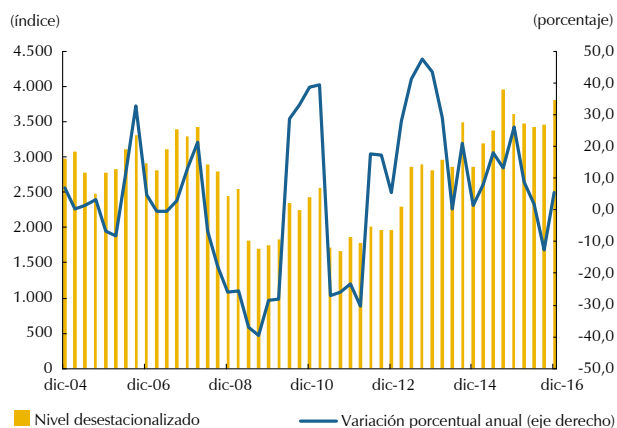
Para la inversión en construcción, tanto de edificaciones como de obras civiles, se proyectan crecimientos anuales que implican un aumento en los niveles con respecto al tercer trimestre. En particular, para el caso de las obras civiles se prevé una expansión importante, la mayor del año, en parte por una baja base de comparación en el mismo período del año pasado y dado el mayor nivel de ejecución esperado por parte de los gobiernos regionales y locales.

En materia de comercio exterior, las cifras publicadas por el DANE de exportaciones en dólares con corte a noviembre, y la información de los boletines de la DIAN a diciembre, sugieren un crecimiento en términos reales de este rubro del PIB. Los comportamientos de las ventas al exterior de servicios y de bienes tradicionales habrían aportado a la expansión de las exportaciones reales. Por el lado de las importaciones, las mismas fuentes de información permiten prever una contracción real de las compras al exterior, reflejo de las caídas que se habrían registrado en la demanda de bienes de capital, principalmente.

Por el lado de la oferta, la información disponible apunta a un desempeño menos favorable para el cuarto trimestre de 2016 que lo observado en la primera mitad del año, pero algo superior al registrado tres meses atrás. En particular, en sectores como el transporte y el comercio se espera que la situación económica se normalice una vez los efectos del paro camionero se hayan diluido.

De acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, la producción del grano para el período octubre-diciembre se situó en 4.367.000 sacos, lo que implicó un crecimiento de 5,4% y una recuperación importante frente a lo observado tres meses atrás (-12,2%) (Gráfico 25). Por otro lado, con información a noviembre, aunque el sacrificio de ganado sigue disminuyendo, lo hace a una tasa menor que la observada durante el tercer trimestre (-9,9% frente a -13,7%). Así, se estima que para este último período del año la producción agropecuaria mejore respecto a lo observado entre julio y septiembre.

Gráfico 25
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)

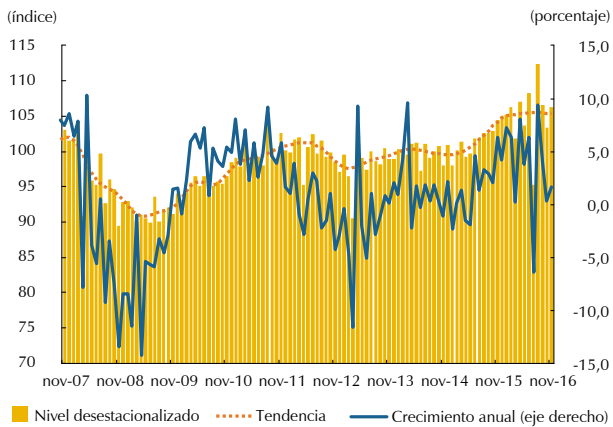


Fuente: Federación Nacional de Cafeteros; cálculos Banco de la República.

Según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, la industria manufacturera mostró un crecimiento de 1,6% anual en noviembre; al excluir la refinación de petróleo, la cifra fue similar (1,4%). Así, entre octubre y noviembre el sector continuó desacelerándose y creció 1,0% en términos anuales, luego de que durante el tercer trimestre registrara un crecimiento promedio de 2,3%.

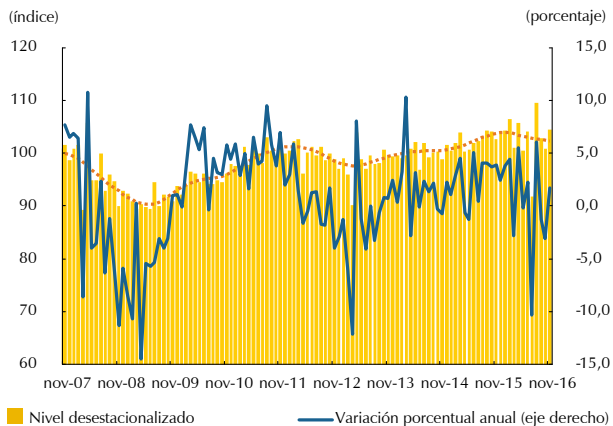
Un hecho que debe destacarse es que en noviembre el ítem relacionado con la refinación de petróleo creció 2,7%, lo que dista significativamente de las cifras observadas en lo corrido del año (alrededor de 20% en promedio). Aunque hacia los próximos meses la nueva planta de la Refinería de Cartagena y sus encadenamientos sectoriales continuarán contribuyendo

Gráfico 26
Producción industrial real total
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 27
Producción industrial real sin refinación de petróleo
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

al crecimiento económico, los efectos de una base de comparación más alta (por el período que duró cerrada) moderarán los elevados registros observados para el crecimiento de esta subraya. Por otra parte, al observar el componente tendencial de las series de la industria total y sin refinación, se observa que la actividad ha presentado un debilitamiento en los últimos meses, pese al mejor comportamiento de los socios comerciales y el impulso que la depreciación acumulada ha tenido sobre las exportaciones industriales (gráficos 26 y 27)

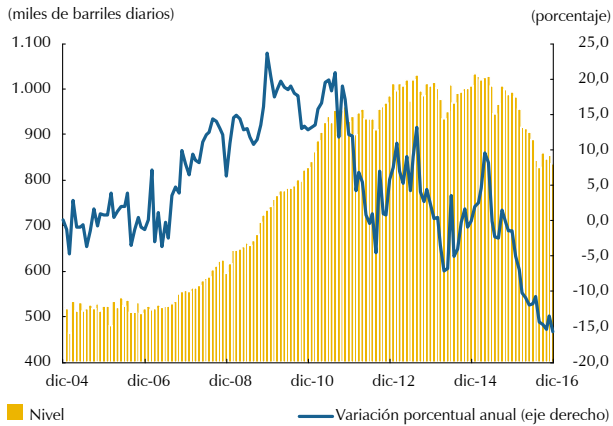
Adicionalmente, con información a diciembre, la *Encuesta de opinión empresarial* de Fedesarrollo para el sector industrial mostró leves deterioros en el indicador de existencias y un aumento en el de pedidos. Al mismo tiempo, las expectativas a tres meses desmejoraron en diciembre, pero en un entorno donde la volatilidad del indicador es elevada y no permite ratificar alguna tendencia clara. Con todo ello, la confianza industrial durante los últimos tres meses cayó frente a los registros observados un trimestre atrás.

En el mismo contexto, las cifras de producción de petróleo confirman un deterioro mayor para el sector minero. En particular, en diciembre la producción de crudo fue de 837 miles de barriles diarios (mbd), lo que implicó una significativa caída anual de 15,7%. En términos trimestrales, para el período octubre-diciembre la producción se situó en 846 mbd en promedio y disminuyó anualmente un 14,8% (Gráfico 28).

Todo lo anterior permite prever un crecimiento bajo del PIB durante el cuarto trimestre, aunque mayor que el registrado durante el tercero. Así las cosas, el equipo técnico del Banco de la República estima que la expansión anual del PIB del cuarto trimestre se habría situado entre 1,0% y 2,0%, con 1,5% como cifra más probable. La amplitud del rango de pronóstico es consistente con la incertidumbre relacionada con el desempeño del consumo del Gobierno y de las obras civiles, entre otros factores.

Dichas cifras suponen implícitamente un pronóstico de crecimiento del PIB de 1,8% para todo 2016, y un rango de pronóstico de entre 1,6% y 2,0%. La amplitud del rango y el punto medio se revisaron a la baja con respecto a lo presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (de 1,5% a 2,5%, con centro en 2,0%). Este pronóstico es consistente con una proyección de un menor nivel de déficit en la cuenta corriente que el observado en 2015, así como con una caída de los términos de intercambio.

Gráfico 28
Producción de petróleo
(nivel y crecimiento anual)



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

En general, en todo 2016 se hizo evidente el ajuste de la demanda interna originada en: 1) los efectos reales sobre el ingreso disponible del choque de términos de intercambio, y 2) el cambio en los precios relativos de la economía, dados diferentes choques de oferta (fenómeno de El Niño y paro camionero). En este sentido, a lo largo del año se observaron ajustes en los componentes privado y público de la economía: el consumo del Gobierno registró una expansión baja, por debajo de aquellas observadas a lo largo de la última década; mientras que por el lado de la demanda privada, los mayores ajustes se hicieron evidentes en el desempeño de la inversión en bienes de capital transables (maquinaria y equipo de transporte), y en el consumo de bienes durables.

Las cuentas de comercio exterior también habrían reflejado el ajuste de la economía colombiana hacia una producción transable. Las exportaciones reales se expandieron para el conjunto del año, aunque a un ritmo bajo, pese a la depreciación acumulada de la tasa de cambio, lo que en parte obedece a la debilidad de la demanda externa. Las importaciones, por su parte, se contrajeron, siendo esto consistente con el comportamiento de la demanda interna intensiva en bienes provenientes del exterior.

Recuadro 1

CHOQUES DE OFERTA Y SU IMPACTO EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Daniel Parra
Mariana Escobar
Carlos Daniel Rojas*

En el ciclo económico se pueden observar choques de oferta y de demanda que afectan las decisiones de los agentes y la asignación de recursos. Determinar su impacto, transmisión y naturaleza (transitoria o permanente) se convierte en un reto para los economistas; entender dichos fenómenos puede ser de bastante utilidad en la toma de decisiones de política económica. Así, comprender los canales de transmisión permite entender qué tanto los choques se pueden ampliar o restringir en el corto plazo y cómo dichos efectos pueden influenciar el largo plazo, así como su propagación hacia variables relevantes, como los precios y las cantidades (Campbell y Mankiw, 1987).

En los últimos años la economía colombiana ha sufrido varios choques, tanto de oferta como demanda, siendo el más significativo el relacionado con la caída del precio del petróleo en 2014, lo que a su vez afectó los términos de intercambio y el ingreso nacional durante 2015 y 2016. Sin embargo, el presente escrito se concentrará en ciertos choques transitorios de oferta que afectaron la actividad económica en 2016, en particular los relacionados con el fenómeno de El Niño y el paro camionero. Es importante señalar que el concepto de choque de oferta transitorio que trataremos de evaluar es aquel cambio exógeno de ciertos precios relativos y de producción que no afecta a los niveles de empleo o las expectativas de mediano o largo plazos; pero que en algunos casos sí se refleja en una disminución en la utilización de la capacidad instalada por parte de las firmas.

Una muestra clara de lo anterior fue el paro camionero¹ que paralizó las actividades de transporte terrestre entre el segundo y tercer trimestres de 2016, lo que a su vez afectó significativa e indirectamente actividades como la industria, el comercio y la agricultura. Para mostrar el impacto de este evento vamos a utilizar como ejemplo el caso de la industria. Primero, examinaremos los datos mensuales para los 33 sectores que abarca la *Encuesta mensual manufacturera* con

* Los autores son, en su orden, profesional líder y estudiantes en práctica del Departamento de Programación e Inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos. Las opiniones expresadas son exclusivas de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 La duración del paro camionero abarcó desde el 6 de junio de 2016 a medianoche, para cuando fue convocado, hasta el 22 de julio de 2016 en la madrugada, cuando los transportadores llegaron a un acuerdo con el Gobierno.

información mensual desde enero de 2001 hasta diciembre de 2016.

El ejercicio propuesto tiene los siguientes pasos: 1) utilizar metodologías econométricas para detección de datos atípicos con el fin de identificar choques de fuerte magnitud (Dixon, 1950)²; 2) descomponer la serie estadística en tendencia-ciclo, estacionalidad y componente irregular, y 3) evaluar si las fechas del paro camionero coinciden con aquellas en la que la metodología logró identificar choques atípicos.

Una vez se realizó lo anterior, se propone un ejercicio contrafactual en el cual se trató de corregir las series en cada sector donde las fechas de los datos atípicos concordaban con las del paro camionero. Para ello, se desestacionalizaron cada una de las series de las 33 subramas manufactureras asumiendo estacionalidad aditiva. Luego, en aquellos sectores donde se identificó un choque, el término irregular estimado para la serie se sumaba a la serie original y se realizaba nuevamente el proceso de desestacionalización para ver de qué manera la perturbación habría afectado el componente cíclico-tendencial. Aunque este es un supuesto fuerte pues se asume el 100% del choque atribuible al paro, hace parte de la estrategia para “limpiar” la serie de dichos eventos.

Así, se estima un modelo del tipo (Melo y Parra, 2014; Abril *et al.*, 2016):

$$Y(t) = \sum_{i=1} \alpha_i D_i(B) d_i(t) + \sum_{i=1} \beta_i cal_i(t) + x(t) \quad [1]$$

Donde $Y(t)$ es la serie original (sobre la cual se aplica el procedimiento), B es el operador de rezago, $d_i(t)$ es una variable *dummy* que indica la posición del i -ésimo dato atípico (*outlier*), y $D_i(B)$ es un polinomio en B que refleja el tipo de *outlier*³. Con la variable, cal , se denotan los efectos calendario, como días hábiles o Semana Santa, β_i es el coeficiente

2 El criterio de Dixon (1950) para identificar valores extremos o atípicos consiste en comparar la diferencia entre el posible dato atípico y su vecino más cercano con el rango restante de la muestra; es decir, determinar la fracción del rango total que es atribuible a un supuesto valor atípico. Este procedimiento es designado como “el test Q ” y goza de bastante confiabilidad para muestras pequeñas (Rorabacher, 1991). El ratio (Q) a calcular y comparar con los respectivos valores críticos, teniendo valores ordenados tal que $x_1 < x_2 < \dots < x_{n-1} < x_n$, es:

$$Q = \frac{x_2 - x_1}{x_n - x_1} \left(0 \frac{x_n - x_{n-1}}{x_n - x_1} \right)$$

3 Para un *outlier* aditivo (AO), $D_i(B) = 1$; para un cambio transitorio (TC), $D_i(B) = 1/(1 - 0.7B)$, y para uno de cambio de nivel (LS), $D_i(B) = 1/(1 - B)$.

asociado. Por último, el término $x(t)$ sigue un modelo Arima⁴ de la siguiente forma, el cual cumple con los supuestos tradicionales⁵:

$$\varphi(B)\delta(B)x(t) = \theta(B)a(t) \quad [2]$$

Donde

$$\varphi(B) = (1 + \phi_1 B + \dots + \phi_p B^p) (1 + \Phi_1 B^S + \dots + \Phi_p L^{Sp})$$

$$\delta(B) = (1 - B)^d (1 - B)^D$$

$$\theta(B) = (1 + \theta_1 B + \dots + \theta_q B^q) (1 + \Theta_1 B^S + \dots + \Theta_q L^{Sq}) \quad [3]$$

Donde $a(t)$ tiene media cero y es ruido blanco con varianza $Var(a)$, y $\varphi(B)$ y $\delta(B)$ son polinomios finitos en B , el ultimo contiene las raíces unitarias (AR). S denota el número de observaciones por año, y d y D son las posibles elecciones de órdenes de diferenciación de la parte regular y estacional, respectivamente. Se utilizó el programa TSW del Banco de España, el cual testea si la serie debe ser trasformada por logaritmos o si se mantiene en niveles; adicionalmente, evalúa la presencia de posibles *outliers* y efectos calendario. Esto último, junto con el modelo Arima para $x(t)$, son automáticamente identificados y se estiman con el método de máxima verosimilitud.

De acuerdo con este ejercicio econométrico, se encontró evidencia estadística para considerar la información de dieciséis sectores donde se detectaron estadísticamente valores atípicos asociados con el paro camionero. Al corregir las cifras de estas dieciséis subramas y agregar el resultado, la industria sin refinación de petróleo habría caído 3,7% para el mes de julio de 2016 (según la cifra oficial del DANE: -9,8%). Entre las actividades manufactureras más afectadas se destacan las relacionadas con la elaboración de bebidas, resto de alimentos, transformación de madera, productos de panadería, productos minerales no metálicos y calzado (Gráfico R1.1 y R1.2).

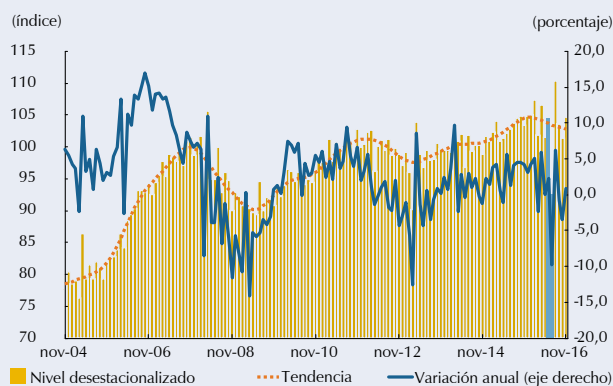
El ejercicio anterior se concentró en el paro camionero que fue uno de los choques más recientes; sin embargo, no debemos olvidar el choque relacionado con el fenómeno de El Niño de naturaleza fuerte que afectó durante el primer semestre del año a la economía colombiana⁶. Cabe recordar que las menores precipitaciones producidas por El Niño fuerte generaron una reducción de la oferta agrícola, que a

4 Arima: modelo autorregresivo integrado de media móvil.

5 Estacionariedad de la serie (polinomios cuyas raíces son estables) y ruido blanco en los errores del modelo, entre otros.

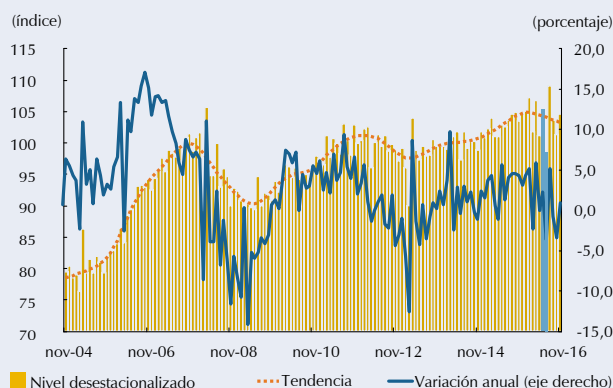
6 De acuerdo con la National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA), el fenómeno de El Niño ocurrió en el último trimestre de 2015 y fue declarado por dicha institución como de carácter fuerte. El índice oceánico El Niño (ONI), que es producido por dicha agencia, fue utilizado para las regresiones del Cuadro R1.1.

Gráfico R1.1
Índice de producción industrial sin refinación de petróleo (serie desestacionalizada, tendencia y variación anual)



Fuentes: DANE.

Gráfico R1.2
Índice de producción industrial sin refinación de petróleo (modificada por el ejercicio propuesto) (serie desestacionalizada, tendencia y variación anual)



Fuente: DANE; cálculos de los autores.

su vez repercutieron en los precios de los alimentos al alza de forma transitoria (Abril et al., 2016). Pero dicho fenómeno climático también afectó el comportamiento de sectores como los suministros de electricidad, gas y agua. De hecho, durante el primer semestre de 2016 se realizaron campañas por parte del Gobierno y los entes territoriales para promover el ahorro de energía y agua como contingencia frente a esta situación (Cuadro R1.1).

De esta manera, utilizando la misma metodología para el ejercicio anterior, se realizó una estimación sobre las cuentas nacionales por ramas de actividad, en donde se encontró la presencia de datos atípicos en los sectores de transporte y suministros de electricidad y agua para el segundo trimestre. Se incorpora el ejercicio para la industria en la encuesta mensual y se estima su impacto en las cuentas nacionales. Los resultados de varios ejercicios asumiendo diferentes ponderaciones en la transmisión de los choques sugieren que el efecto negativo sobre el crecimiento del PIB (enero-septiembre de 2016) habría estado entre 0% y 0,3% para todo el año (Cuadro R1.2 y Gráfico R1.3).

Cuadro R1.1
Pruebas de causalidad de Granger (1969)

	Variación anual		
	1 rezago	2 rezagos	3 rezagos
ONI no causa en sentido granger a agricultura	0,647	0,7901	0,2209
ONI no causa en sentido granger a manufacturas relacionadas con alimentos	0,2115	0,1663	0,0074
ONI no causa en sentido granger a electricidad, gas y agua	0,4173	0,0986	0,1005

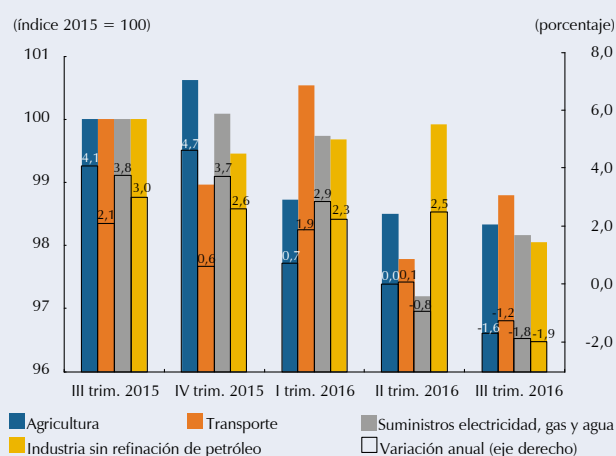
Nota: los valores sombreados corresponden a efectos significativos.
Fuente: DANE; cálculos de los autores.

Cuadro R1.2
Crecimiento año corrido al tercer trimestre de 2016^{a/}

Sectores	Participación	Original	Modificada
Agricultura	6,2	(0,3)	1,8
Explotación de minas y canteras	7,1	(5,9)	(5,9)
Industrias manufactureras	10,9	3,9	4,7
Suministro de electricidad, gas y agua	3,5	0,0	1,7
Construcción	7,3	4,0	4,0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	12,1	1,4	1,4
Transporte	7,2	0,3	1,4
Establecimientos financieros	20,1	4,3	4,3
Servicios sociales, comunales y personales	15,3	2,1	2,1
Total impuestos	9,8	2,4	2,4
PIB		1,9	2,2

a/ El ejercicio se realizó con cifras al tercer trimestre de 2016 publicados por el DANE en diciembre de 2016.
Nota: los valores sombreados corresponden a las series que se corrigieron con la metodología expuesta en el documento.
Fuente: DANE; cálculos de los autores.

Gráfico R1.3
Índice trimestral y variación anual del PIB sectorial por el lado de la oferta



Fuentes: DANE.

Referencias

Abril, D.; Parra, D.; Melo, L. F. (2016). "Impactos de los fenómenos climáticos sobre el precio de los alimentos

en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 34, núm. 80, pp. 146-158, junio.

Abril, D. S, Parra, D. y Melo, L.F (2016). "Impacto de la Semana Santa sobre los índices de producción sectoriales de la industria colombiana". *Revista de Economía del Rosario*, 19(1), 59-84.

Campbell, J. Y.; Mankiw, N. G. (1987). "Permanent and Transitory Components in Macroeconomic Fluctuations", *American Economy Review Papers and Proceedings*, vol. 77, núm. 2, pp. 111-117.

Dixon, W. J. (1950). "Analysis of extreme values", *The Annals of Mathematical Statistics*, vol. 21, núm. 4, pp. 488-506.

Granger, C.W. (1969). "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods", *Econometrica*, vol. 37, pp. 424-438.

Melo, L. F.; Parra, D. (2014). "Efectos calendario sobre la producción industrial en Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 820, Banco de la República.

Rorabacher, D. B. (1991). "Statistical Treatment for Rejection of Deviant Values: Critical Values of Dixon's Q Parameter and Related Subrange Ratios at the 95% Confidence Level", *Analytical Chemistry*, vol. 63, núm. 2, pp. 139-146.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

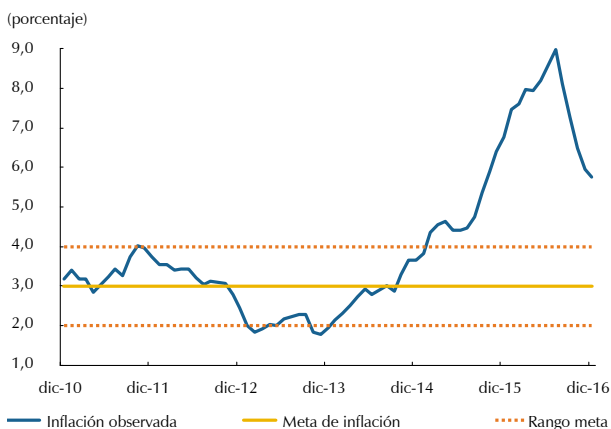
La inflación anual al consumidor y la inflación básica continuaron descendiendo en el cuarto trimestre de 2016, pero se mantuvieron por encima del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República.

Los efectos de la depreciación del peso y de diversos choques, incluidos los climáticos, siguieron diluyéndose. No obstante, aún se identifican presiones al alza por cuenta de la activación de los mecanismos de indexación, de unas expectativas de inflación relativamente altas frente a la meta de largo plazo y por ajustes salariales también superiores a esta.

Durante el cuarto trimestre de 2016 las principales agrupaciones que conforman la canasta del IPC ejercieron presiones a la baja. Se desatacan, sin embargo, los descensos en alimentos perecederos y en la subcanasta de bienes transables sin alimentos ni regulados.

Durante el cuarto trimestre de 2016 la inflación anual al consumidor mantuvo una tendencia decreciente y registró un descenso importante, situándose al finalizar el año en 5,75%, frente a un registro de 7,27% en septiembre y de 6,77% en diciembre de un año atrás. Así las cosas, y como se esperaba, la inflación quebró la marcada tendencia ascendente que había registrado desde mediados de 2015, como consecuencia, principalmente, de diversos choques transitorios de oferta que la llevaron a alcanzar un máximo en julio de este año (Gráfico 29 y Cuadro 6).

Gráfico 29
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En general, los resultados del cuarto trimestre fueron más favorables que lo previsto en el *Informe sobre Inflación* anterior y que lo anticipado por el mercado, y esta conclusión aplica tanto para el índice total como para el índice de precios al consumidor (IPC) de la mayoría de las subcanastas. No obstante, el descenso se concentró en octubre y noviembre y fue menor en diciembre, cuando las cifras tendieron a superar las expectativas del mercado. Por otro lado, es importante recordar que, pese a este desempeño favorable, la inflación al consumidor en diciembre de 2016 se situó por tercer año consecutivo por encima de la meta de inflación de 3% establecida por la JDBR. Como se ilustra más adelante, dicha situación ha repercutido en la formación de expectativas y en los niveles de indexación, lo que ha tendido a aumentar la inercia inflacionaria.

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

Descripción	Ponderación	Dic-15	Mar-16	Abr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16
Total	100,00	6,77	7,98	7,93	8,20	8,60	8,97	8,10	7,27	6,48	5,96	5,75
Sin alimentos	71,79	5,17	6,20	6,02	6,07	6,31	6,26	6,10	5,92	5,64	5,31	5,14
Transables	26,00	7,09	7,38	7,57	7,88	7,90	7,87	7,53	7,20	6,49	5,74	5,31
No transables	30,52	4,21	4,83	5,00	4,78	4,97	5,01	5,05	4,85	4,81	4,83	4,85
Regulados	15,26	4,28	7,24	5,78	6,00	6,71	6,40	6,10	6,19	6,07	5,64	5,44
Alimentos	28,21	10,85	12,35	12,63	13,46	14,28	15,71	13,06	10,61	8,53	7,54	7,22
Perecederos	3,88	26,03	27,09	28,62	33,44	34,94	39,27	21,27	6,66	(2,18)	(4,94)	(6,63)
Procesados	16,26	9,62	10,83	10,89	11,04	12,09	13,33	13,07	12,56	11,75	10,89	10,74
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	7,53	7,53	7,92	8,11	8,50	9,00	9,18	8,64	8,36	8,54
Indicadores de inflación básica												
Sin alimentos		5,17	6,20	6,02	6,07	6,31	6,26	6,10	5,92	5,64	5,31	5,14
Núcleo 20		5,22	6,48	6,69	6,55	6,82	7,03	7,07	6,73	6,58	6,33	6,18
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		5,93	6,57	6,72	6,61	6,77	6,92	6,97	6,65	6,37	6,08	6,03
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,91	6,08	6,08	6,20	6,22	6,10	5,84	5,52	5,22	5,05
Promedio de todos los indicadores		5,43	6,29	6,38	6,33	6,52	6,61	6,56	6,29	6,03	5,74	5,60

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Como se explicó en el *Informe* anterior, en la primera mitad del año y hasta agosto los precios al consumidor en Colombia continuaron afectados por varios choques. En primer lugar, por la transmisión de la depreciación acumulada del peso desde julio de 2014 y hasta los primeros meses de 2016, lo que mantuvo las presiones alcistas sobre los precios del componente transable del IPC, al menos hasta mediados de año. En segundo lugar, por el choque climático debido al fenómeno de El Niño, el cual redujo la oferta agrícola y aceleró los ajustes de precios de los alimentos perecederos desde mediados del año pasado y con especial fuerza durante los primeros siete meses de este año. Aunque el fenómeno de El Niño se extinguió en el primer semestre, sus efectos contracionistas sobre la oferta agropecuaria han desaparecido de forma gradual a partir del tercer trimestre y algo similar ha sucedido con la normalización de los precios. A lo anterior se sumó el choque de muy corta duración sobre precios, sobre todo de los alimentos, ocasionado por el paro camionero durante junio y julio, y otro más prolongado, debido a la mayor retención ganadera, que disminuyó el abastecimiento de carne bovina y aumentó sus precios en la segunda mitad del año.

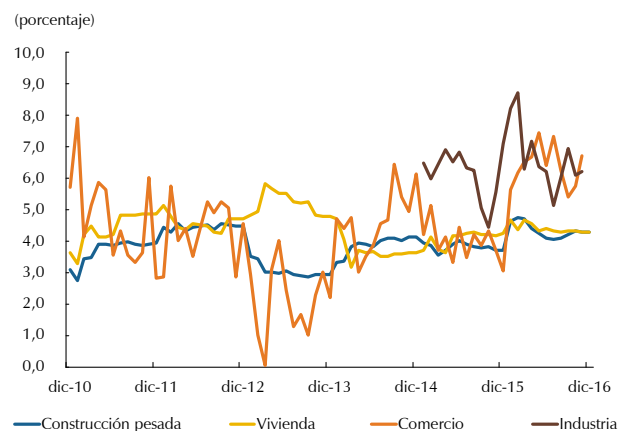
Los choques anteriores presentaron efectos sobre la inflación anual al consumidor, que en principio han sido transitorios, como lo demuestra el hecho de que sus efectos empezaron a desaparecer paulatinamente en la segunda mitad de

2016 y en especial en el cuarto trimestre. Sin embargo, las expectativas de inflación de mediano y largo plazos tendieron a aumentar y se alejaron de la meta del 3%, como se ha mencionado en informes anteriores y se comenta en el capítulo IV del presente. Así mismo, dada la vigencia aún de varios mecanismos de indexación, los ajustes de precios de varios bienes y servicios dependieron, durante 2016, en mayor medida que en el pasado, de la inflación ya alta de 2015. A lo anterior se sumaron reajustes de salarios, incluido el mínimo, que para 2016 fueron de alrededor del 7%, lo cual generó aumentos de costos laborales difícilmente compatibles con la meta del 3% (Gráfico 30). Todos estos factores contribuyeron a aumentar, a finales de 2016, la inercia de la inflación en Colombia y a difundir y prolongar el impactos de los choques transitorios mencionados.

La dinámica de la inflación anual en los últimos tres meses del año fue explicada por un importante descenso en el ritmo de ajuste anual en los IPC de transables sin alimentos ni regulados y del IPC de alimentos perecederos, especialmente.

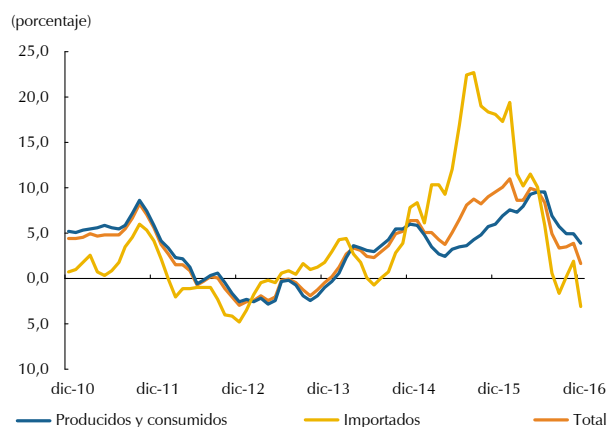
Estas dos subcanastas dejaron de ejercer presiones al alza sobre la inflación al consumidor hacia mediados del año pasado, liderando su desaceleración reciente.

Gráfico 30
Salarios nominales
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
IPP por procedencia
(variación anual)



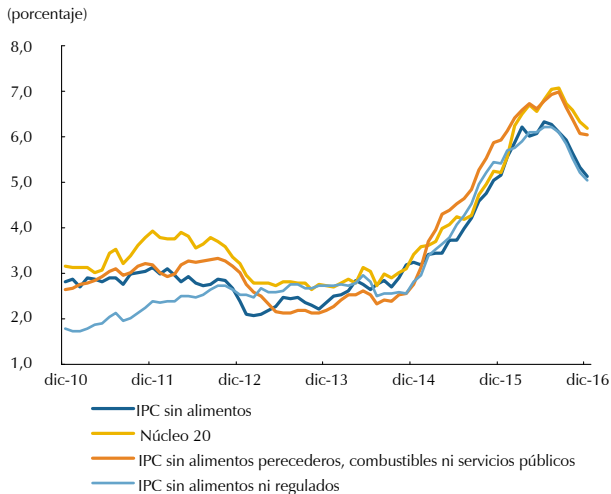
Fuente: DANE.

La caída de la inflación anual ha sido también posible gracias a una disminución de las presiones de los costos no labores, en especial durante el segundo semestre de 2016. Esto se desprende del comportamiento del índice de precios al productor (IPP) de oferta interna (IPP importado más IPP de producidos y consumidos internamente), cuya variación anual pasó de 9,64% en junio a 1,62% en diciembre (Gráfico 31). La caída de la inflación anual al productor fue resultado de los menores ajustes anuales tanto del componente de producidos y consumidos localmente del IPP (cayó de 9,49% en junio a 3,85% en diciembre) como del importado (que pasó de 9,99% a -3,13% en igual período). Dentro del componente local, las presiones bajistas se concentraron especialmente en los bienes de origen agropecuario (cuya variación anual pasó de 25,52% en junio a 2,03% en diciembre), aunque también la variación anual del IPP de la industria (que pasó de 6,32% en junio a 3,93% en diciembre) contribuyó a esta tendencia.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

Al igual que la total, la inflación básica (Gráfico 32) mantuvo una tendencia decreciente durante el cuarto trimestre, después de haber alcanzado un punto máximo en julio de 2016. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados regularmente

Gráfico 32
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

por el Banco de la República se situó en 5,60% en diciembre frente a un 6,29% de septiembre. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurrió con la inflación total, la básica para fin de año medida de esta forma superó el registro de diciembre de 2015 (5,43%) (Cuadro 6). Desde diciembre de 2014 el promedio de indicadores de inflación básica se ha situado por encima de la meta de inflación de largo plazo del Banco de la República (3%).

Al analizar los diversos indicadores encontramos que al menos desde agosto pasado todos ellos vienen cayendo sin interrupción, aunque se han mantenido por encima del rango meta de inflación. El IPC sin alimentos ni regulados (5,05%) registró el menor nivel de todos y en este caso sí se presentó un descenso frente a diciembre de 2015 (5,42%). En contraste, el núcleo 20

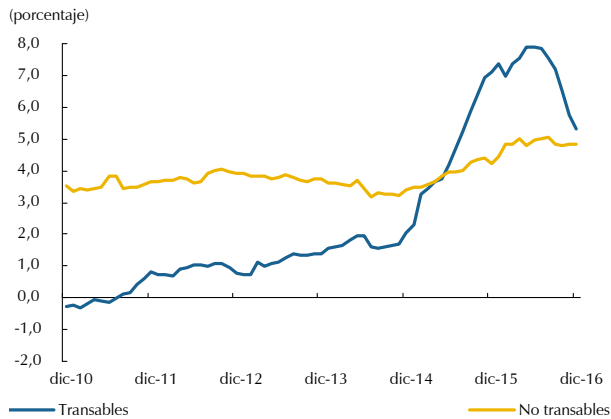
(6,18%) finalizó con el mayor nivel de todos, por encima de lo observado doce meses atrás (5,22%). Igualmente, el aumento anual del IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos en diciembre (6,03%) superó en 10 pb al registro de hace un año. Por último, la inflación anual sin alimentos se situó en 5,14%, tan solo 3 pb menor que el registro de un año atrás.

La caída registrada por todos los indicadores de inflación básica en el último trimestre del año pasado se explica, principalmente, por el agotamiento de la transmisión de la depreciación acumulada del peso a los precios al consumidor, junto con una demanda débil. Esto, a su vez, contribuyó a que los productores nacionales afrontaran costos de producción no laborales a la baja, como bien lo reflejan los cambios anuales del IPP local y el de importados, ya comentado.

La desaceleración de la inflación anual del IPC sin alimentos en el último trimestre del año y desde agosto fue resultado, primordialmente, del comportamiento favorable del IPC de transables sin alimentos ni regulados. Su variación anual se redujo desde un máximo reciente de 7,90% en junio, pasando por un 7,20% en septiembre hasta un 5,31% en diciembre, con resultados inferiores a los previstos en el anterior *Informe sobre Inflación*. El último gran episodio de depreciación del peso, el cual comenzó en julio de 2014 y se extendió hasta febrero de 2016, habría dejado de impulsar los precios del IPC transables sin alimentos ni regulados hacia mediados de año. Dentro del segmento transable del IPC sin alimentos ni regulados, se destaca la desaceleración en el cambio anual, durante el cuarto trimestre, de los pasajes aéreos, electrodomésticos en general y vehículos, entre otros.

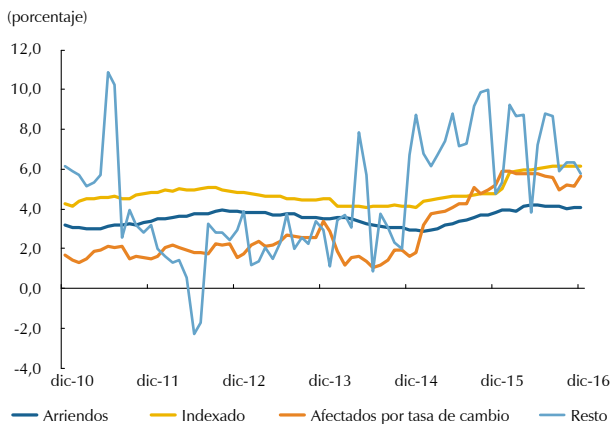
Por su parte, el IPC de no transables sin alimentos ni regulados mantuvo una relativa estabilidad entre 4,8% y 5,0% en los últimos once meses, incluyendo el cuarto trimestre (Cuadro 6, Gráfico 33). De hecho, el principal componente de los no transables (arrendos) se mantuvo sin mayores cambios entorno al 4,0% durante todo 2016 (Gráfico 34). Este hecho sugiere una indexación parcial de estos precios

Gráfico 33
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



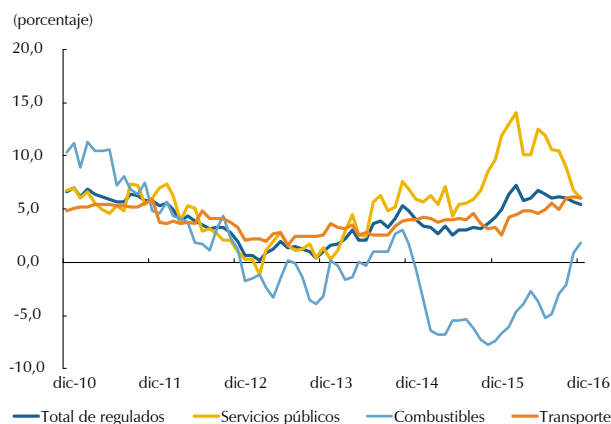
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 34
Inflación anual de no transables, sin alimentos ni regulados,
por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 35
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

con respecto a la inflación de diciembre de 2015, lo que puede obedecer, en parte, a un menor dinamismo del mercado de vivienda (véase el capítulo V).

El ajuste anual de la subcanasta de no transables con mayor grado de indexación (fuera de arriendos) terminó en 6,16%, un nivel similar al registro de septiembre, pero superior al de diciembre de 2015 (4,75%). Al parecer, en este caso, la inflación pasada y los ajustes salariales marcaron la dinámica de sus precios a lo largo de 2016. Por su parte, el cambio anual del IPC no transable, afectado por el tipo de cambio (5,66% en diciembre), aumentó con respecto a septiembre (4,95%) y diciembre de 2015 (5,19%).

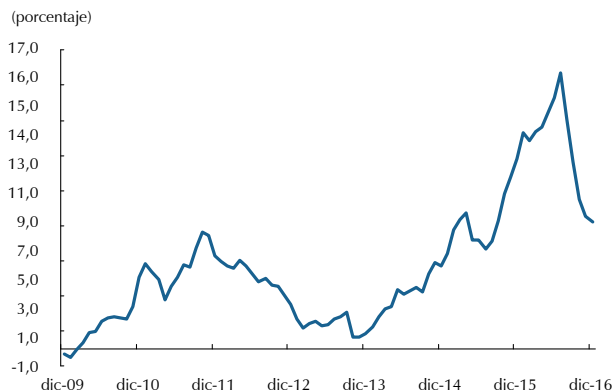
En el caso de las variaciones anuales en el IPC de regulados, estas contribuyeron a desacelerar la inflación anual durante el último trimestre de 2016, al caer de 6,19% en septiembre a 5,44% en diciembre, pero repuntaron al compararse con el registro de 2015 (4,28%) (Cuadro 6 y Gráfico 35). Este comportamiento de los últimos meses del año es explicado exclusivamente por el IPC de servicios públicos, sobre todo por menores ajustes en las tarifas de energía eléctrica, algo que estaría asociado con la recuperación de los embalses y la menor generación térmica de energía, una vez desapareció el fenómeno de El Niño.

En contraste, se observó un aumento en los cambios anuales del precio interno de los combustibles de -2,98% en septiembre a 1,83% en diciembre (Gráfico 35), incorporando este repunte, el incremento de los precios internacionales del petróleo superó el 16,0% en los últimos tres meses de 2016. Igualmente, los ajustes anuales de las tarifas del subgrupo de transporte aumentaron.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

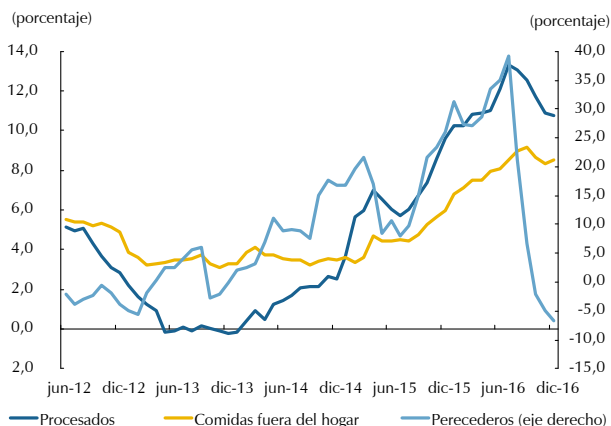
La variación anual de alimentos continuó cayendo en el cuarto trimestre, en la medida en que se han ido diluyendo los choques temporales del fenómeno de El Niño y del paro camionero de mediados de año. El descenso en estos últimos tres meses (sobre todo en octubre y noviembre) fue particularmente pronunciado y algo mayor que el anticipado en el *Informe sobre*

Gráfico 36
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Inflación anterior, con una variación anual que se situó en 7,22% en diciembre, frente al 10,61% de septiembre (Gráfico 36).

La desaparición del evento de El Niño hacia el segundo trimestre de 2016 y el fin del paro camionero han permitido una recuperación de la producción y el abastecimiento de alimentos significativos, en especial de los alimentos frescos o perecederos. La variación anual del IPC de esta sub canasta, que alcanzó un máximo de 39,27% en julio de 2016, se situó en -6,63% en diciembre. En estos meses se han presentado caídas absolutas generalizadas en el nivel de precios de un amplio número de hortalizas, frutas, verduras y tubérculos (como la papa).

En el caso de la variación anual del IPC de alimentos procesados, también se presentaron descensos, aunque en una pequeña magnitud: desde un 13,33% en julio, pasando por un 12,56% en septiembre, hasta el 10,74% de diciembre (Gráfico 37). Es importante anotar que los precios internacionales de los alimentos presionaron al alza a los alimentos procesados importados (cereales, aceites, harinas, oleaginosas y algunas frutas) durante todo el primer semestre de 2016, y aunque luego cayeron, no retornaron a los niveles bajos de comienzos de año, acumulando un aumento cercano al 10% en todo 2016. Igualmente, en la segunda mitad del año se siguieron presentando alzas en el precio de la carne de res (con variaciones anuales que se sostuvieron por encima del 20%), las cuales

frenaron un descenso mayor en la subcanasta de procesados. Los altos precios para este producto se atribuyen, en parte, a la caída en la productividad como consecuencia del último evento de El Niño, a lo que se habría sumado la continuación de una fase de retención ganadera, como lo sugiere la caída en el sacrificio (véase capítulo II).

Finalmente, la variación anual del IPC de comidas fuera del hogar en diciembre (8,54%) cayó con respecto a septiembre (9,18%), pero no frente a diciembre de 2015 (5,95%). El año pasado, incluido el cuarto trimestre, este componente de los alimentos estuvo impulsado por el ajuste del 7,0% en el salario mínimo, por el alto precio de los alimentos y especialmente por los aumentos en los servicios públicos.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

En esta versión del Informe sobre Inflación se mantuvo el punto medio del rango de pronóstico de crecimiento del PIB para 2017, el cual se situaría en 2,0%, pero se revisó a la baja el techo y el piso del intervalo.

En 2017 el crecimiento debería estar impulsado por una demanda de los socios comerciales más favorable que el año pasado, por unos términos de intercambio en niveles superiores a los observados en 2016 y por una inversión en obras civiles que mantendría su dinamismo.

La senda central de pronóstico para la inflación aumentó un poco en este informe frente al trimestre anterior.

En esta oportunidad se incluyó el efecto de la reforma tributaria sobre la inflación, que en principio sería de naturaleza transitoria.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2017

En esta versión del *Informe sobre Inflación* se mantuvo el punto medio del rango de pronóstico de crecimiento del PIB para 2017, pero se revisó a la baja el techo y el piso del intervalo, como se comentará más adelante. El rango de pronóstico sigue siendo amplio y está sesgado hacia la baja, lo que evidencia el alto nivel de incertidumbre y los riesgos sobre el crecimiento económico (tanto los nuevos, como los ya contemplados en el anterior *Informe*) que están implícitos en los supuestos y las proyecciones para el año en curso. Cabe advertir, sin embargo, que los resultados que se presentan en esta ocasión no son plenamente comparables con los expuestos en septiembre, dado que en el actual se incluyeron los efectos de la reforma tributaria que entró en vigencia en enero.

Como es usual, el pronóstico fue elaborado acorde con los escenarios de balanza de pagos presentados en el capítulo I. En materia de contexto externo, los principales cambios efectuados a los supuestos frente al anterior *Informe sobre Inflación* están relacionados con la mayor dinámica de la demanda externa y con los niveles más altos proyectados para los precios internacionales de materias primas, que suponen un nivel de términos de intercambio para 2017 un poco mejor, en promedio, que el observado en 2016. El crecimiento algo más alto esperado para las economías de los Estados Unidos y de la mayoría de países de la región debe permitir un mejor desempeño de las ventas colombianas al exterior de productos no tradicionales, principalmente, aunque a unas tasas relativamente bajas, dado que la expansión de nuestros socios comerciales seguiría por debajo de los

Se estima una recuperación de los términos de intercambio para 2017.

promedios de los últimos quince años. Adicionalmente, con la tendencia alcista prevista para los precios de los principales bienes básicos de exportación, se prevé que en 2017 los términos de intercambio se sitúen 3,5% y 11,0% por encima de lo observado en 2015 y 2016, respectivamente (véase capítulo I). La proyección del PIB también supone que en 2017 no habrá un deterioro de la percepción de riesgo país, entre otras razones, gracias a la aprobación de la reforma tributaria (RT) a finales del año pasado.

A pesar de todo lo anterior, y como se presentó en el capítulo I, para 2017 se proyecta un cierre adicional del déficit en la cuenta corriente que implica un menor financiamiento externo para la expansión de la demanda local. A esto se deben sumar los efectos que tengan la normalización de las políticas monetarias en los Estados Unidos y la Unión Europea sobre la disponibilidad y el costo del financiamiento externo. Así las cosas, aún no es claro que los fundamentales del contexto internacional, relevantes para el caso colombiano, impulsen de manera importante la dinámica del PIB en 2017. En el nuevo pronóstico los efectos positivos de la mejora de los términos de intercambio y de la demanda externa serían parcialmente contrarrestados por los efectos negativos del menor flujo de recursos provenientes del exterior, probablemente a un costo mayor.

Así, para 2017 se proyectan crecimientos moderados de las cuentas de comercio exterior. Con respecto a las exportaciones, el escenario central de crecimiento del PIB (y de balanza de pagos) contempla unas ventas al exterior de bienes tradicionales que, en volumen, serían mediocres, similares a las observadas en 2016. En este sentido, las exportaciones reales de petróleo, de carbón y de ferróniquel no registrarían mayor contribución a la dinámica de este rubro. Las ventas de café, por su parte, se recuperarían y superarían los máximos de la última década. Para el caso de las no tradicionales y de servicios también se prevé un comportamiento moderado. Lo anterior, debido a que si bien la demanda externa se recuperará, seguirá siendo poco dinámica, y a que las economías de nuestros principales destinos de exportación de este tipo de bienes registrarán crecimientos bajos. No obstante, se espera que los efectos de la depreciación acumulada del peso sobre las industrias no tradicionales y de servicios contribuyan en algo a su desempeño. Para las importaciones no se pronostica un crecimiento importante para 2017, en parte porque la entrada en plena operación de Reficar promovería en algún grado la sustitución de importaciones de combustibles, y también porque no se espera una dinámica importante de la demanda interna intensiva en bienes importados, a saber: del consumo de bienes durables y semidurables, y de la inversión en equipo de transporte y maquinaria, como se explicará enseguida.

Las cuentas del comercio exterior seguirían contribuyendo al proceso de ajuste gradual de la economía colombiana.

Con respecto al contexto interno, es importante señalar que el desempeño del PIB pronosticado para 2017 supone que en este año ya se habrían disipado por completo los efectos negativos debidos a los diferentes choques de oferta que se observaron a lo largo de 2016, en particular aquellos relacionados con el fenómeno de El Niño y del paro en el sector transportador. Adicionalmente, contempla los efectos reales, tanto directos como indirectos, de la RT sobre los diferentes rubros que componen el PIB.

*El consumo público
mantendría su
dinamismo en 2017.*

En este sentido, se espera que el gasto público del GNC no deba ajustarse excesivamente tras la caída de los términos de intercambio y la desaceleración de la actividad económica. Por lo anterior, para 2017 se prevé un dinamismo del consumo del Gobierno similar al registrado en 2016. También, por cuenta de la RT, se espera una aceleración de la inversión que depende de recursos públicos. En particular, se supone una expansión importante de la construcción de obras civiles, en particular por cuenta de las vías enmarcadas en los proyectos de cuarta generación (4G), y por un mayor dinamismo del gasto en infraestructura por parte de los gobiernos regionales y locales (esto último propio de los segundos años de gobierno).

Por el lado de la inversión privada, para 2017 no se espera una recuperación significativa de este componente del PIB. En principio, factores como la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal, la transmisión de los ajustes de la postura monetaria en Colombia a las tasas de interés de mercado, y la variación de precios relativos entre bienes transables y no transables, desincentivarían el gasto en inversión, en particular en maquinaria y equipo de transporte. Por lo anterior, no se espera un aporte importante al crecimiento por parte de estos rubros de la formación bruta de capital, a pesar de que la reducción de la carga tributaria a las firmas aprobada en la RT tendría efectos favorables en la inversión; sin embargo, en este *Informe* se supone que esto se reflejará sobre todo en 2018.

Con respecto a la inversión en construcción de edificaciones, en 2017 se esperan contribuciones positivas a la expansión de la actividad económica por parte de este rubro. Por un lado, el componente residencial seguirá viéndose favorecido por la consolidación de los planes de vivienda social del Gobierno y por el efecto expansivo de los subsidios a la tasa de interés para compra de vivienda nueva en estratos bajo y medio, aunque en menor medida que lo observado en 2016. Por otro lado, para el componente no residencial se prevé un dinamismo bajo.

Un crecimiento moderado también se proyecta para el consumo privado. En este aspecto, los cambios en la estructura tributaria de la economía contemplados en la RT tendrían efectos negativos de corto plazo sobre el crecimiento real de este renglón del PIB, en la medida en que se afectaría un poco el poder de compra del ingreso disponible de los hogares por cuenta del efecto en precios del aumento del impuesto al valor agregado (IVA) (véase recuadro 2, pp. 65-67). Adicionalmente, se prevén presiones al financiamiento de los hogares para la compra de bienes durables por los efectos rezagados del cambio en la postura de política monetaria y la transmisión hacia las tasas de mercado. Finalmente, las perspectivas de un mercado laboral menos dinámico hacia el mediano plazo tampoco permiten prever un impulso adicional al desempeño del consumo de los hogares. Cabe señalar que, a pesar de lo anterior, una inflación al consumidor a la baja, junto con un ajuste del salario mínimo de 7,0%, pueden generar efectos positivos sobre el poder adquisitivo del ingreso disponible de las familias en el país.

*Para 2017 no se espera
una recuperación
significativa de la
inversión privada
diferente a obras
civiles.*

Por el lado de la oferta, la depreciación acumulada del peso ha estimulado la producción de varios sectores transables en 2016, aunque su dinamismo cedió hacia final del año debido al debilitamiento de la demanda proveniente de los socios

comerciales. Para 2017 se prevé que continúe el proceso de sustitución de importaciones, siendo esto resultado de las mejoras en la competitividad derivadas de la depreciación acumulada, de los esfuerzos por expandir los mercados de los productos nacionales y de la inversión en bienes de capital realizadas en años anteriores, lo cual dependerá también del comportamiento de la demanda por parte de los socios comerciales.

Las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República sugieren que en 2017 la producción transable seguiría recuperándose, en parte por los efectos de la depreciación y recomposición de la producción hacia los bienes locales; adicionalmente, se superarían los retrocesos observados en la producción minera, como en el caso del petróleo. También, se espera que la mejora en los precios internacionales de los bienes básicos estimule el comportamiento de los flujos de capital y la inversión en actividades transables, como la minería.

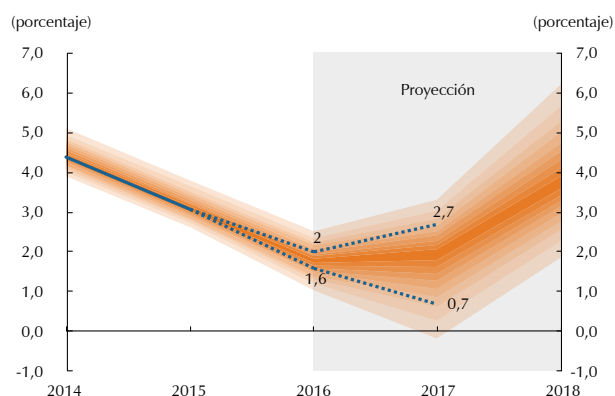
Como se mencionó, se estima que los programas del Gobierno para edificaciones y el cronograma de las obras civiles de 4G estimulen la producción no transable

y contribuyan de manera importante al crecimiento de este y el próximo año. Es importante señalar que esta rama tiene encadenamientos productivos con sectores como la industria y el transporte, lo que contribuye de manera importante a la expansión del agregado nacional.

Acorde con todo lo anterior, la proyección del crecimiento del producto en el escenario más probable se sitúa alrededor del 2,0% para 2017 (gráficos 38 y 39), con un rango de pronóstico entre 0,7% y 2,7% (Cuadro 7). En esta oportunidad la amplitud de los intervalos se mantiene elevada. El balance de riesgos está sesgado a la baja, debido a la elevada incertidumbre de los contextos externo e interno.

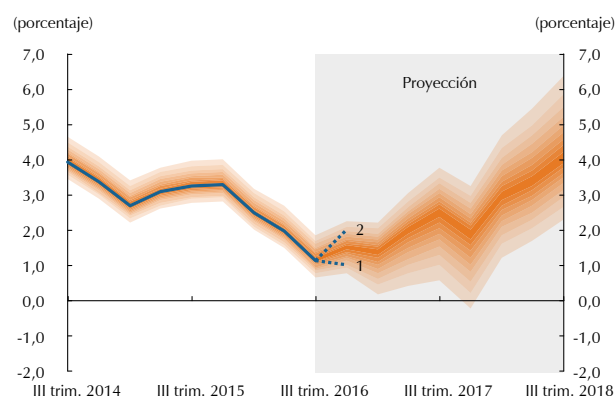
Los principales riesgos a la baja están asociados con: 1) un menor crecimiento de la economía global y de nuestros socios comerciales que afectaría las exportaciones y los términos de intercambio; 2) los efectos que sobre el consumo privado y el poder adquisitivo de los hogares tenga el aumento del IVA, y 3) la posibilidad de que la inversión pública presente un menor dinamismo que el contemplado en el escenario central, lo que dependería de la eficiencia en la ejecución de las obras de 4G, por ejemplo. Los principales riesgos alcistas están relacionados con: 1) un mayor dinamismo del PIB transable gracias a la depreciación acumulada del tipo de cambio, y 2) mayores flujos de capital asociados con una estabili-

Gráfico 38
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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

Rango	2016	2017
<-1,0	0,0	1,4
-1,0-0,0	0,0	6,7
0,0-1,0	4,3	20,1
1,0-2,0	64,6	34,4
2,0-3,0	30,8	29,3
3,0-4,0	0,4	7,5
>7,0	0,0	0,5
Entre 3 y 5	0,4	8,0
Entre 2 y 4	17,7	36,8
Entre 1, 5 y 3	72,4	47,6

Fuente: cálculos del Banco de la República.

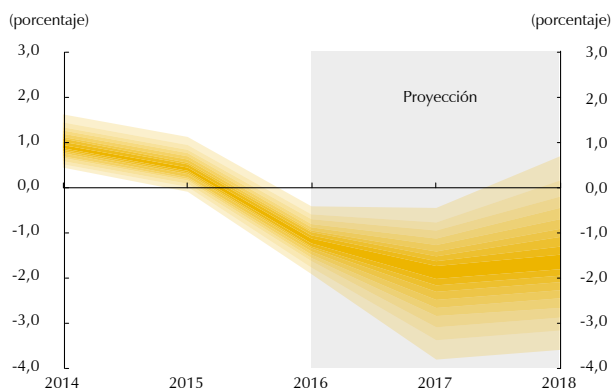
zación de los mercados financieros internacionales y con una mejora en la percepción de riesgo del país.

De acuerdo con las proyecciones de crecimiento económico, el ejercicio de estimación de la brecha del producto sugiere que esta se habría hecho levemente negativa a comienzos de 2016. Los pronósticos sugieren que esta brecha negativa continuaría ampliándose durante 2017.

La brecha promedio para 2017 es ahora más negativa que la presentada en el Informe anterior. La probabilidad de que termine 2017 siendo negativa es del 98,7% (Gráfico 40).

Por otro lado, las estimaciones disponibles sugieren que la TD habría estado en 2016 ligeramente por encima de su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés). Los pronósticos sugieren que esta diferencia se haría mayor durante 2017.

Gráfico 40
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Según lo anterior, se puede concluir que las presiones inflacionarias originadas en la demanda agregada habrían sido bajas y que continuarán siéndolo en el resto del presente año. En cuanto a las originadas en el mercado laboral, si bien la TD se encuentra por encima de la Nairu, se debe tener en cuenta el incremento del salario mínimo para 2017, que fue de 7%. En la medida en que este aumento afecte el costo de la mano de obra y active los mecanismos de indexación, podría implicar un descenso de la inflación más lento que el esperado.

El ritmo de descenso de la inflación en el tercer y cuarto trimestres fue algo mayor que el previsto en informes anteriores.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

En el tercero y cuarto trimestres la inflación al consumidor en Colombia descendió de una manera importante y a un ritmo algo mayor que el previsto en los dos *Informes sobre Inflación* anteriores. En principio, esta circunstancia afecta la senda central de inflación pronosticada con los modelos del Banco de la República que se presenta en este informe. No obstante, por primera vez las proyecciones incluyen los efectos que sobre los precios al consumidor, se observarían por cuenta de la reforma tributaria que entró en vigencia a comienzos de 2017, sobre todo aquellos que se desprenden del aumento del IVA y del nuevo impuesto al carbono. Adicionalmente, se incluyeron efectos debidos a la promulgación y entrada en vigencia, también en 2017, de la nueva ley de licores.

De acuerdo con las estimaciones efectuadas por el equipo técnico del Banco de la República, el impacto máximo sobre la inflación al consumidor que puede resultar del cambio en los diferentes impuestos indirectos ascendería a 105 puntos base, lo cual se concentraría en 2017 (véase recuadro 2, pp. 65-67). Sin embargo, el impacto efectivo dependerá de varios factores, entre ellos de la fortaleza de la demanda interna o del grado de competencia que se registre en los mercados de aquellos productos gravados. Teniendo en cuenta esto, en la senda central del pronóstico que se presenta en este documento se incluyó un choque de 52 pb por concepto del aumento en todos los impuestos mencionados (con un impacto de primera ronda tanto directo como indirecto según se explica en el Recuadro 2); esto significaría la mitad del impacto máximo estimado.

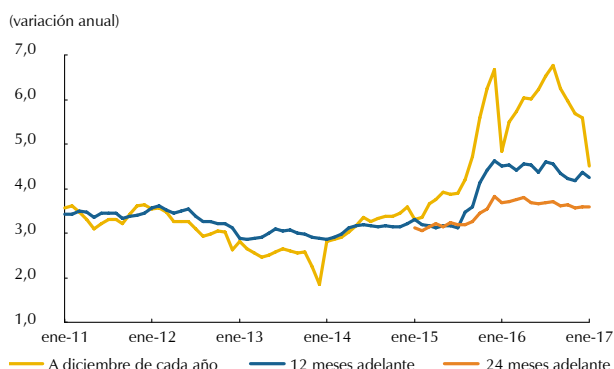
El aumento de impuestos indirectos actúa, en principio, como un golpe de una sola vez sobre el nivel de precios. Según los pronósticos este efecto se concentraría en el primer trimestre de 2017. De esta manera, debe esperarse un efecto transitorio sobre la inflación trimestral de este período que deberá desaparecer hacia el segundo trimestre. Sobre la inflación anual, sin embargo, el impacto se mantiene por un año, y solo a finales del primer trimestre de 2018 debe desaparecer.

El comportamiento anterior corresponde al impacto directamente imputable a los cambios en los impuestos; sin embargo, en la construcción de la senda central de pronóstico que se presenta en este informe también se contemplan impactos adicionales o efectos de segunda ronda como consecuencia de la activación de diversos canales, como son el de las expectativas de inflación, el de los mecanismos de indexación y el de los costos de producción y comercialización. De esta manera, el impacto transitorio sobre los precios por el aumento de los impuestos indirectos puede llegar a ser un efecto de más largo plazo y de tipo permanente, sobre todo en la medida en que contagie las expectativas y se traslade a los precios y salarios mediante los procesos de indexación que operan en Colombia.

Con la más reciente información disponible, a mediados de enero las expectativas habían presentado pocas reducciones frente a los valores reportados en el *Informe*

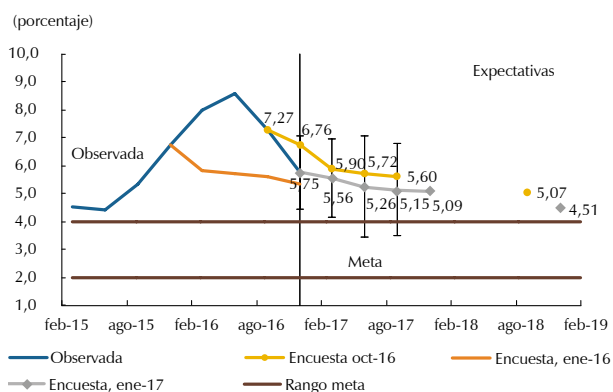
El efecto del incremento de los impuestos indirectos sobre la inflación en principio sería transitorio.

Gráfico 41
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



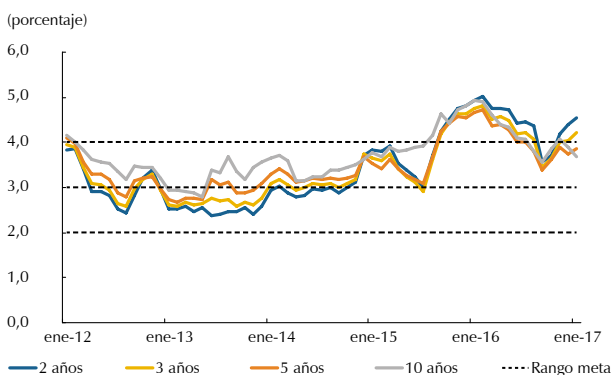
Fuentes: Banco de la República.

Gráfico 42
Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses) (inflación anual)



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

Gráfico 43
Expectativas de inflación derivadas de los TES (a dos, tres, cinco y diez años) (promedio mensual)^{a/}



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

sobre *Inflación* de septiembre, y en algunos casos se habían presentado aumentos, manteniéndose por encima de la meta del 3% a todos los horizontes. Es así como la encuesta mensual efectuada por el Banco de la República a analistas del mercado financiero indica que estos, en promedio, esperan que la inflación para diciembre de 2017 sea de 4,51% frente a una cifra de 4,16% señalada hace tres meses. Así mismo, la inflación esperada a doce meses se situó en 4,25% frente a 4,24% en el informe anterior y para veinticuatro meses ahora es de 3,59% frente a 3,65% de antes (Gráfico 41).

En el caso de la encuesta trimestral efectuada a empresarios, los valores obtenidos en enero sí presentaron una disminución más moderada frente a lo observado tres meses atrás, aunque los niveles se mantuvieron altos; así, la inflación esperada a doce meses pasó de 5,60% a 5,15% y la de veinticuatro meses adelante pasó de 5,07% a 4,51% (Gráfico 42). Por su parte, las expectativas derivadas de los TES (*break even inflation*: BEI) tendieron a aumentar en el cuarto trimestre. Con cifras a mediados de enero, la inflación esperada a dos, tres y cinco años es de 4,79%, 4,31% y 3,82% respectivamente, mientras que a mediados de octubre los registros obtenidos fueron de 3,62%, 3,58% y 3,57%, en el mismo orden (Gráfico 43)⁴.

Dado lo anterior, las sendas centrales de pronóstico para la inflación total y la inflación sin alimentos que se presentan en la actualidad aumentaron con respecto a las presentadas en el *Informe sobre Inflación* de septiembre durante todo 2017, por lo que la convergencia hacia el rango meta tendió a postergarse. Hacia 2018, sin embargo, una vez desaparece el efecto directo del choque tributario, las sendas de pronóstico se redujeron con respecto al informe anterior, y esto sucedería desde el primer trimestre de dicho año, momento en el que se prevé que la inflación ya se encuentre en el rango meta para mantenerse en él de ahí adelante. En este sentido, el pronóstico central contempla un impacto relativamente bajo para los efectos de segunda ronda asociados con dicho choque, atribuyéndose su aumento sobre todo a los impactos directos. Como

4 Aquí se mencionan los valores que la JDBR observó para su reunión del 27 de enero de 2017.

Los pronósticos presentados en este informe contemplan algunas presiones alcistas originadas en los costos laborales.

se señala en la sección siguiente de este capítulo, un riesgo al alza que acompaña las proyecciones actuales es la posibilidad de que los efectos de segunda ronda sean mayores que los aquí previstos.

Además del choque tributario, otros factores que explican los cambios en los pronósticos de inflación guardan relación con los ajustes salariales (en particular el del salario mínimo), la dinámica esperada para la actividad económica y su efecto sobre la brecha del producto, y el comportamiento esperado para el tipo de cambio. El primero de ellos conlleva presiones al alza en los pronósticos de inflación frente a lo presentado hace tres meses, en tanto que los otros dos suponen presiones a la baja.

En el caso de los salarios, las cifras disponibles indican que estos se ajustaban a tasas superiores al 6% en sectores claves como el comercio y la manufactura (capítulo III). Adicionalmente, el salario mínimo se incrementó para 2017 en un 7%. Estas cifras son significativamente superiores a la inflación de finales de 2016 y muy probablemente conllevan un aumento de los costos laborales unitarios muy por encima de la meta de inflación, dado que las estimaciones de las ganancias de productividad laboral en Colombia no suelen superar el 1% anual. Es muy probable que el grueso de las empresas del país se enfrente a una situación como esta, dado que un alto porcentaje de los trabajadores en el país son contratados por el salario mínimo o porque este es un precio de referencia en el mercado laboral para negociar contratos. No obstante, el mercado laboral presenta algún grado de holgura y el crecimiento del empleo se ha desacelerado.

De esta manera, en los pronósticos de inflación que se presentan en este informe se contemplaron algunas presiones alcistas por cuenta de los costos laborales. Dichas presiones recaen sobre todo en las proyecciones de los bienes y servicios no transables intensivos en mano de obra, tales como los de salud, educación, transporte y comidas fuera del hogar.

En este informe siguen sin anticiparse presiones alcistas sobre los precios provenientes de la demanda en 2017 y 2018. Si bien el pronóstico central de crecimiento para 2017 se mantuvo en 2,0%, el de 2016 se revisó a la baja (a 1,8%). Esta circunstancia llevó a estimar una brecha algo más negativa para finales de 2016 y para 2017 que la estimada anteriormente, lo que ejerce presiones bajistas sobre los pronósticos de inflación, sobre todo en la canasta de no transables, aunque también en la de transables. Esto compensa parcialmente las presiones alcistas provenientes de las expectativas, de los costos salariales, de la indexación y del choque tributario.

En este informe siguen sin anticiparse presiones inflacionarias para 2017 y 2018, originadas en la demanda.

Finalmente, en el frente cambiario la actual senda central de pronóstico contempla una depreciación del peso algo menor que la del informe anterior, lo cual se traduce en menores presiones alcistas sobre el IPC, en especial sobre los precios transables, aunque también sobre los de los no transables, incluidos alimentos y regulados. Como se explica en el capítulo I de este informe, dicho pronóstico implica que en 2017 continuaría el ajuste gradual y ordenado de la economía, como respuesta al choque a los términos de intercambio observado en 2014 y 2015, con un cierre adicional del déficit en la cuenta corriente.

Los efectos de El Niño y de la depreciación acumulada desde el tercer trimestre de 2014 terminarían de desvanecerse en el primer semestre de 2017.

Con respecto a otros determinantes de la inflación en Colombia, los pronósticos para los precios internacionales de las materias primas relevantes para nuestra economía no cambiaron sustancialmente en este informe. El petróleo, al igual que los precios de los productos agrícolas importados por el país, deberá presentar aumentos moderados en 2017 y 2018 que llevaría a ajustes de los precios al consumidor de los combustibles (gasolina y gas domiciliario) y de alimentos de origen importado, acordes también con la depreciación esperada, y que serían algo superiores a la meta de inflación.

Así las cosas, el nuevo pronóstico central de inflación supone que el efecto de los choques transitorios por concepto del fenómeno de El Niño y de la gran depreciación acumulada entre el tercer trimestre de 2014 y el primero de 2016 se termina de desvanecer en el primer semestre de 2017. Sin embargo, desde 2017 y durante todo el año la inflación al consumidor debe resultar afectada por el choque alcista asociado con el aumento de los impuestos indirectos, lo que evita que esta variable descienda más rápido. La canasta más afectada por este choque sería la de transables sin alimentos ni regulados, pero las otras tres canastas principales (alimentos, regulados y no transables) también reciben un impacto (véase recuadro 2, pp. 65-67).

Por canastas, se espera una caída adicional importante en la variación anual para el IPC de alimentos, concentrada en el primer semestre, por cuenta del desvanecimiento del impacto climático, pese al choque tributario. En el caso de alimentos, los cambios en el régimen tributario son menores (Recuadro 2); no obstante, frente al informe de septiembre también se incrementaron en algo los pronósticos de esta canasta en vista de que se prevé la continuación de los cuellos de botella en el sector de la ganadería bovina por cuenta de nuevas normas sanitarias relacionadas con el manejo de los frigoríficos, así como por la prolongación del ciclo de retención ganadera. No se prevén presiones inflacionarias asociadas con la presencia de un fenómeno de La Niña, ya que en eventos similares en el pasado no se han registrado impactos importantes en precios.

Para el IPC de transables sin alimentos ni regulados también se siguen esperando descensos significativos en su variación anual, toda vez que la depreciación acumulada en los años anteriores ya se habría transferido a los precios internos y que la depreciación prevista para 2017 es baja. A pesar del choque tributario, la nueva senda para transables en 2017 y 2018 disminuyó frente a la presentada hace un trimestre, lo que se explica, en parte, porque los pronósticos para el cuarto trimestre de 2016 sobrestimaron los resultados finales. Aun así, no se espera que la variación anual se sitúe rápidamente dentro del rango meta, dado que la persistencia de esta variable es alta, algo que apunta a un papel importante de factores como la indexación y las presiones de costos laborales y de expectativas.

La desaparición del impacto climático implicaría una disminución importante de la variación del IPC de alimentos.

En el caso del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, el aumento de los impuestos indirectos frena por un tiempo los descensos en su variación anual, la cual se había estimado en las proyecciones anteriores. Sin embargo, a un horizonte de cuatro trimestres y a futuro la presencia de una brecha del producto negativa, y que se amplía, compensaría este choque, al igual como lo harían los efectos de una

indexación, unas expectativas de inflación y unos costos laborales relativamente altos. Gracias a ello se prevén reducciones significativas en 2018 para esta variable, situándola alrededor del 3,0%.

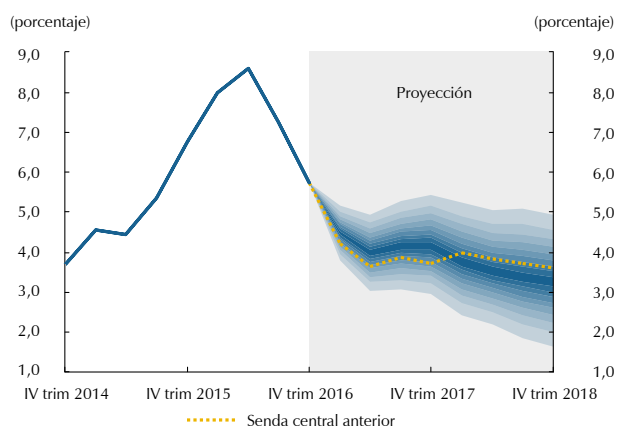
En los regulados, durante 2017 la variación anual se mantendrá alta y en los niveles actuales, teniendo en cuenta que se esperan ajustes en los precios de combustibles y transporte público por encima de la meta de inflación, como ya se explicó. Se prevé un ajuste en los precios de los combustibles, en especial durante el primer trimestre de este año, por cuenta del impuesto al carbono (COP 135 por galón) y por el aumento del IVA del 16,0% al 19,0% (el cobro de este impuesto no era explícito antes de la reforma tributaria; véase recuadro 2, pp. 65-67). Presiones inflacionarias adicionales se originarían en el ajuste en las tarifas del transporte público anunciado a finales de 2016 en varias ciudades del país, como Medellín, Cali, Cartagena, Bucaramanga y Manizales.

Cabe señalar que el descenso de la inflación al consumidor en 2017 sigue dependiendo en buena medida de que se verifique la disminución en la variación anual del IPC de alimentos. La inflación sin alimentos se mantiene por encima del 4% a lo largo de todo este año debido al choque tributario, pero también por la alta inercia que exhiben sus componentes, lo que obedece al papel de la indexación y de las expectativas en un entorno de inflación que es relativamente alta aún.

C. BALANCE DE RIESGOS

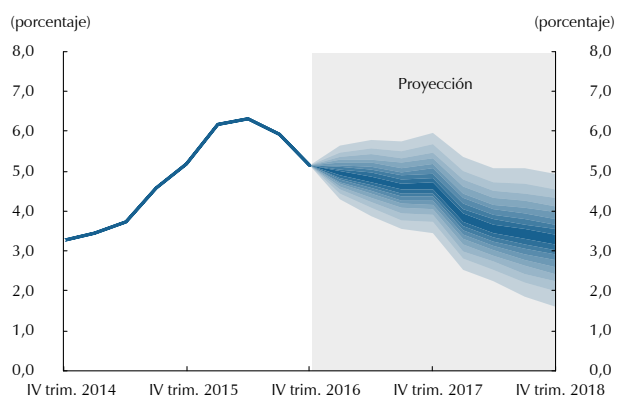
El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 44 y 45. Para este informe se estima un *fan chart* levemente sesgado al alza para todo el horizonte de pronóstico. La actual senda central de pronóstico de inflación aumentó para 2017 con respecto a la presentada en el informe anterior (Gráfico 44). La presente senda fue construida incluyendo un efecto parcial de la reforma tributaria aprobada por el

Gráfico 44
Fan chart de la inflación total



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 45
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

Para 2017 el balance de riesgos presenta un sesgo leve al alza para la inflación.

Congreso; además, se mantuvo en niveles altos la incertidumbre que acompaña los pronósticos en cuanto a consumo público y privado, así como sobre el desempeño del contexto externo.

Los riesgos al alza considerados son:

Una transmisión más fuerte del incremento del IVA y de otros impuestos a los precios al consumidor: como se señaló, la senda central de pronóstico que se presenta en este informe incluye un efecto parcial del incremento del IVA y de otros impuestos sobre las diferentes subcanastas del IPC (específicamente, se incluye la mitad del máximo efecto posible; véase recuadro 2, pp. 65-67). La transmisión final de estos aumentos en los impuestos indirectos, sin embargo, dependerá de múltiples factores, como ya se mencionó, y por tanto no puede descartarse que termine siendo de una magnitud mayor que lo aquí contemplado. Esto ejercería una presión alcista directa sobre la inflación al consumidor para 2017 adicional a la prevista en este informe. Una mayor transmisión también aumenta la probabilidad de que se incremente el grado de indexación y de que se alteren las expectativas de inflación a diversos horizontes, todo lo cual puede generar una mayor inercia inflacionaria que podría retrasar la convergencia de la inflación a su meta, más allá de lo previsto en el pronóstico central de este informe.

Mayor indexación de precios y salarios que se traduzca en un aumento de la inercia inflacionaria: en 2016 la inflación total del año se ubicó por encima del rango meta y el salario mínimo tuvo un ajuste por encima de la inflación observada, lo cual tiende a generar ajustes de precios y salarios por encima de la meta. Por ejemplo, no se puede descartar que la senda de pronóstico para la inflación que se presenta en este informe subestime en alguna medida el impacto del aumento del salario mínimo en 7% sobre los precios al consumidor, en particular teniendo en cuenta el gran porcentaje de trabajadores que lo devengan. En este contexto podría registrarse un incremento de la inercia inflacionaria que la llevaría a ubicarse por encima de aquella contemplada en los modelos de pronóstico. Esta situación afectaría tanto el nivel de inflación total como su convergencia a la meta, además de que podría afectar el nivel de inflación esperada por los agentes.

Incrementos no esperados de los precios de los alimentos para 2017 debido a fenómenos climáticos u otros choques de oferta: en la actualidad no existe consenso alrededor de la materialización de un fenómeno de La Niña, aunque su desarrollo no puede ser descartado por completo. En caso de que se presente, y que sea de intensidad fuerte, podrían reportarse algunas presiones al alza sobre los precios de los alimentos. No sobra señalar que fenómenos de La Niña moderados o débiles no han llevado a incrementos en la inflación en el pasado. Por otro lado, el ciclo de retención ganadera representa un riesgo adicional en la medida en que se ha venido prolongando y tendría efectos en 2017 no contemplados en la senda central de pronóstico. Estos riesgos se materializarían principalmente en la segunda mitad del año ya que, a corto plazo, se esperan presiones a la baja en precios de los alimentos tras la normalización de las condiciones climáticas (como se plantea más adelante).

En 2017 puede darse una mayor transmisión del IVA y otros impuestos que la contemplada en la senda central.

Un mayor ritmo de descenso de los precios de los alimentos podrían ayudar a que la inflación converja más rápido a la meta.

Los principales riesgos a la baja son:

Una respuesta más favorable que la esperada de los precios de los alimentos a la normalización de las condiciones climáticas: la senda actual de pronóstico de inflación de alimentos presenta un ritmo de descenso menor que el observado en periodos posfenómeno de El Niño ocurridos en el pasado. No obstante, puede darse el hecho de que los precios de los alimentos tengan una reacción positiva a unas condiciones climáticas consideradas normales, que los lleve a estabilizarse o incluso descender, ocasionando a una caída más pronunciada de la inflación de esta subcanasta. Este hecho haría que se tenga una convergencia a la meta más rápida que la que refleja la senda más probable de inflación presentada en este informe. Esto, además de tener un efecto en la inflación observada, podría impactar favorablemente las expectativas de inflación de los agentes.

Una demanda externa menor a la prevista en la senda central de pronóstico: varias de las economías más importantes del mundo siguen enfrentando riesgos a la baja por cuenta de la frágil situación de sus sistemas financieros, como es el caso de China y algunos países europeos. Además, el panorama político en los Estados Unidos y varios países de Europa puede terminar repercutiendo de forma negativa en el desempeño económico global. Actualmente, algunos de estos riesgos se empiezan a materializar, afectando la inversión en países como México, con repercusiones sobre su crecimiento económico. A todo esto hay que añadir que la dinámica prevista para las exportaciones colombianas supone un quiebre frente a la tendencia que se observa hace algunos años. Sin embargo, dados los cambios estructurales que se registran en la economía global, esta recuperación puede ser más débil que la contemplada, incluso si el crecimiento de los socios comerciales ocurre de acuerdo con lo previsto en la senda central.

Una depreciación menor que la esperada: varios factores influirían en el hecho de que la tasa de cambio nominal termine por debajo de la proyección central de este informe, entre los que se destacan una mejor perspectiva de los precios de materias primas, un incremento de las tasas de interés por parte de la Fed a un menor ritmo que el esperado y un desempeño interno relativamente bueno. Estos pueden favorecer una mayor entrada de capitales que la contemplada en la senda central. Adicionalmente, podría observarse un mejor desempeño de las exportaciones de materias primas del país. La ocurrencia de alguno o varios de estos eventos ejercería una presión a la baja sobre la tasa de cambio y, con ello, sobre los precios de los bienes transables y sobre el IPC total.

La probabilidad de que la inflación se encuentre dentro del rango meta en diciembre de 2017 disminuyó en este Informe.

Dado el conjunto de riesgos presentado, su balance sugiere que la probabilidad de que la inflación total se ubique dentro del rango meta en 2017 es de 40,2%, y se incrementa a 66,2% en 2018 (cuadros 8 y 9). El Gráfico 46 muestra que el valor más probable del pronóstico de inflación para diciembre de 2017 aumentó frente a los informes de junio y septiembre de 2016. Asimismo, muestra que la distribución se desplazó a la derecha, lo que refleja la menor probabilidad de que la inflación se sitúe entre 2% y 4% a finales de 2017 con respecto al informe pasado. Vale la pena resaltar que la amplitud de la función de densidad de los pronósticos que se

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

<i>Informe de junio de 2016</i>	42,0
<i>Informe de septiembre de 2016</i>	58,9
<i>Informe de diciembre de 2016</i>	40,2

Fuente: cálculos del Banco de la República.

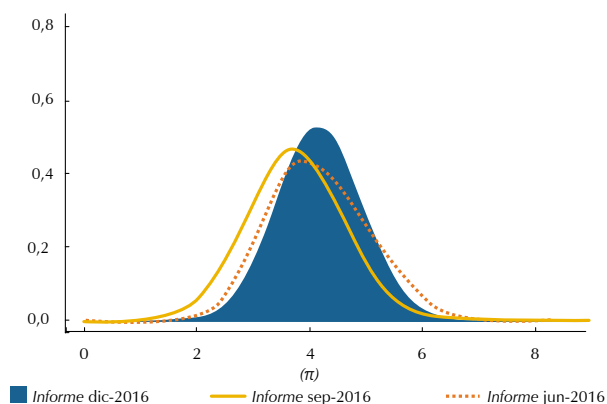
Cuadro 9
Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación total (porcentaje)

Rango	2017	2018
<2	0,0	10,0
2,0-2,5	1,0	12,0
2,5-3,0	4,0	17,0
3,0-3,5	12,0	20,0
3,5-4,0	22,0	18,0
>4,0	60,0	24,0
Entre 2 y 4	40,0	66,0

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 46
Corte transversal del *fan chart* de inflación total para diciembre de 2017

(función de densidad)



Fuente: Banco de la República.

muestra en los gráficos 44 y 45, según el área sombreada, solo incluye el 90% de esta. Estos resultados, al igual que el pronóstico central, suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de política se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta.

Recuadro 2

IMPACTO INFLACIONARIO DE LA NUEVA REFORMA TRIBUTARIA Y DE LA LEY DE LICORES

Edgar Caicedo G.
Carlos Daniel Rojas*

La nueva reforma tributaria (Ley 1819 del 29 de diciembre de 2016) y la ley de licores (Ley 1816 del 19 de diciembre de 2016) introducen cambios que afectarán la evolución futura del índice de precios al consumidor (IPC). Entre las nuevas regulaciones se destacan: la modificación de las tarifas del impuesto al valor agregado (IVA) para varios bienes y servicios, la creación del impuesto nacional al carbono y el cambio en los impuestos a los combustibles y al tabaco. Adicionalmente, la nueva ley de licores también tendrá un impacto alcista sobre los precios al consumidor. A continuación se presentan los principales cambios de dichas reformas, teniendo presente que solo detallaremos las modificaciones que puedan tener algún impacto sobre la dinámica del IPC. Al final se presenta la metodología adoptada y la cuantificación del posible impacto inflacionario de estas leyes.

1. Cambios en el IVA

En conjunto las modificaciones al IVA concentran los mayores ajustes que sufrirán los precios al consumidor por cuenta de la nueva reforma tributaria. Es importante señalar que a partir del primero de enero de 2017 entró en vigencia, pero solo a partir del primero de febrero será de aplicación obligatoria¹. A continuación se describen los principales cambios introducidos al IVA.

La nueva ley incrementa la tarifa general de 16% a 19% y mantiene las otras dos tarifas de 0% y 5%².

Disminuye el valor a partir del cual los computadores personales de escritorio o portátiles están excluidos: pasa de 82 unidades de valor tributario (UVT) a 50 UVT; es decir, de COP2.612.438 a COP1.592.950. De forma similar sucede con los dispositivos móviles inteligentes (tabletas y celulares),

al pasar el valor máximo de 43 UVT (COP1.369.937) a 22 UVT (COP700.898)³.

La primera venta de vivienda nueva cuyo valor supere las 26.800 UVT (COP853.821.200) empezará a gravarse con la tarifa del 5%, pero las ventas posteriores de estos bienes inmuebles, al igual que la vivienda de interés social VIS, urbana y rural, y de vivienda de interés prioritario estarán excluidas⁴.

Se disminuyó el IVA a un 5% para las bicicletas sin motor cuyo valor no superen los 50 UVT (COP1.592.950), cuando antes estaban gravadas con tarifa de 16%.

Toallas higiénicas, tampones y pañales pasan de tributar un IVA de 16% a uno de 5%.

El asfalto deja de ser un bien excluido: ahora se gravará con una tarifa del 19%.

2. Impuesto al consumo y al tabaco

La nueva reforma crea el impuesto al consumo para telefonía celular, datos y navegación móvil a la tarifa del 4%. Este aplicará solo a los montos que excedan de 1.5 UVT (COP47.789). Por otra parte, a las franquicias de restaurantes no se les cobrará el impuesto de 19%; ahora pagarán el impuesto al consumo de 8%. Dicha modificación homogeneiza el tratamiento tributario para todo tipo de restaurantes, favoreciendo a los consumidores.

En tanto, el impuesto al consumo de cigarrillos y tabaco elaborado, aumentará de COP701,06 en 2016 por cada cajetilla de 20 unidades a COP1.400 en 2017 y a COP2.100 en 2018⁵.

1 Cabe destacar que para aquellos establecimientos que, para el momento de entrada en vigencia de la norma, tengan mercancías con un valor de venta al público establecido con la tarifa anterior (16% o 5%, según aplique) podrán continuar con la venta de estos hasta el 31 de enero de 2017. Véase al respecto el comunicado de prensa 227 de 2016 de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN).

2 Es importante tener presente que la tarifa de 0% de IVA corresponde a los bienes exentos. Este gravamen tiene como fin otorgar el derecho a descontar el IVA pagado. Contrario a ello, los bienes y servicios excluidos no causan el IVA.

3 Los cálculos fueron realizados con el valor de la UVT que regirá en 2017: COP31.859. Para este valor véase al respecto la Resolución 000071 de 2016 de la DIAN.

4 Estará excluida la venta de vivienda nueva que tenga suscrita una promesa de compraventa, separación, vinculación al fideicomiso y escritura de compraventa antes del 31 de diciembre de 2017, certificada por notario público.

5 Para las tarifas de 2016 véase la Certificación 4 de 2015 expedida por la Dirección de Apoyo Fiscal adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

3. Se modifican los impuestos a la gasolina y el ACPM

La nueva reforma tributaria cambia las tarifas del impuesto nacional a la gasolina y al ACPM. Por este concepto la gasolina corriente pasará de tributar por galón COP1.213,57⁶ a COP490, la gasolina extra de COP1.754,43 por galón a COP930 por galón y el ACPM de COP1.213,57 por galón a COP469 por galón. Esta caída se compensa, en gran parte, porque a partir de la nueva ley tributaria la gasolina y el ACPM cambian su condición en el impuesto a las ventas, pasando de ser bienes que no causan el IVA a estar gravados con la tarifa general de 19%.

4. Se crea el impuesto nacional al carbono

Con el propósito proteger el medioambiente la nueva reforma tributaria creó un nuevo gravamen sobre las emisiones de carbono de todos los combustibles fósiles, incluyendo todos los derivados de petróleo y todos los tipos de gas fósil. La tarifa se ajustará a COP 15.000 por tonelada de CO₂, y los valores que corresponden a cada unidad de combustible serán los reseñados en el Cuadro R2.1.

Cuadro R2.1
Unidades y tarifas del impuesto nacional al carbono (pesos)

Combustible fósil	Unidad	Tarifa/unidad
Gas natural (industrial)	metro cúbico	COP29
Gas licuado de petróleo	galón	COP95
Gasolina	galón	COP135
Kerosene y Jet fuel	galón	COP148
ACPM	galón	COP152
Fuel Oil	galón	COP177

Fuente: artículo 222, Ley 1819 del 29 de diciembre de 2016.

Estas tarifas se modificarán cada primero de febrero con la inflación del año anterior más un punto hasta que sea equivalente a una UVT por tonelada de CO₂. Cabe aclarar que este nuevo impuesto, en el caso de la gasolina y el ACPM, tendrá una tarifa de COP0 para los departamentos de Guainía, Vaupés y Amazonas.

6 Para las tarifas vigentes en 2016 véase la Resolución 11 del 28 de enero de 2016 de la DIAN. Para las nuevas tarifas consúltese el artículo 219 de la ley 1819 del 29 de diciembre de 2016.

5. La nueva ley de licores que modifica los impuestos a las bebidas alcohólicas

A finales de 2016 se expidió la nueva ley de licores, la cual establece cambios en las tarifas del impuesto al consumo de licores, vinos, aperitivos y similares. Esta nueva ley establece que las bebidas alcohólicas dejen de tributar según los grados de contenido alcohólico⁷ y se les cobre por un componente específico y un componente ad valorem. El primero tiene como base el número de grados alcohólicos y su tarifa por unidad de 750 cc es de COP150 para vinos y aperitivos vínicos y de COP220 para los demás licores, aperitivos o similares. En tanto el componente ad valorem se liquida aplicando una tarifa del 20% sobre el precio de venta al público, antes de impuestos, para vinos y aperitivos vínicos, y de 25% para demás licores, aperitivos o similares. Adicionalmente, con la nueva reforma tributaria, a partir del 1 de enero de 2017 se comienzan a gravar licores, vinos y aperitivos con el impuesto a las ventas, a una tarifa del 5%.

6. Impactos sobre el IPC⁸

En principio, para identificar el impacto máximo directo inflacionario de la reforma tributaria y la ley de licores se modifica directamente la estructura de ponderaciones del IPC en las proporciones en las que aumentarían los precios de los productos afectados por los cambios de impuestos.

De esta forma, un ajuste (α) en el precio de un bien en el IPC se puede transformar en un impacto inflacionario al incrementar la ponderación asignada al bien X en α . El nivel de precios resultante (Px^*) se compara con el de precios inicial (Px), verificando el incremento porcentual de Px^* . El procedimiento adoptado se explica en las siguientes expresiones algebraicas:

$$Px = \sum_{x=1,n} \delta_x$$

$$Px^* = \sum_{x=1,n} \delta_x (1 + \alpha_x), \text{ donde:}$$

Px es el nivel inicial de precios para los bienes x ; δ_x es la ponderación de los bienes x , con $0 < \delta < 1$; Px^* es el nivel final

7 Las tarifas vigentes en 2016 por cada unidad de 750 cc eran las siguientes: 1) para productos de hasta 35 grados de contenido alcohólico, COP306 por cada grado alcohólico, y 2) para productos de más de 35 grados de contenido alcohólico, COP502 por cada grado alcohólico; véase al respecto la Certificación 3 de 2015 expedida por la Dirección de Apoyo Fiscal adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

8 La metodología es tomada de Caicedo y Tique (2012). "La nueva fórmula de la gasolina y su potencial impacto en Colombia", Borradores de Economía, núm. 698, Banco de la República.

de precios de los bienes x , y α_x es el incremento en el precio del bien x en el IPC.

Sin embargo, esta metodología tan solo cuantifica el impacto directo de un incremento en los impuestos sobre el IPC, ignorando el impacto indirecto generado por posibles incrementos en los precios de los insumos. Para capturar el efecto máximo indirecto es necesario identificar los encadenamiento productivos entre sectores, para lo cual se utilizó una matriz insumo-producto. Para ello se tomó la información de las cuentas nacionales del DANE y se utilizó la matriz de oferta-utilización del DANE correspondiente al año 2013, la cual es la última disponible. El impacto se cuantifica de la siguiente manera:

$$VPx^* = ((I-A)^{-1})(A_{xy}Cx) + VPx, \text{ donde:}$$

VPx^* es el nuevo vector de precios; VPx es el vector inicial de precios; $(I-A)$ es la matriz de Leontief; A_{xy} es el requerimiento de insumo de la rama j , y Cx es la variación porcentual en el precio del insumo x .

Luego se sigue,

$$IP = VPx^* CIPC, \text{ donde:}$$

IP es el impacto del cambio en el precio, y $CIPC$, es la correlativa entre los sectores de la matriz utilizada y las ponderaciones de los bienes del IPC⁹.

En el Cuadro R2.2 se resumen los principales resultados de los efectos directo, indirecto y total de la nueva reforma tributaria y de la ley de licores sobre el IPC. Como se ilustra, el impacto directo de estas reformas haría subir el nivel del IPC en 0,80 puntos porcentuales (pp). Asimismo, en 0,25 pp adicionales se incrementaría el IPC vía mayores costos de producción (efecto indirecto). En consecuencia, las reformas mencionadas impulsarían al alza el IPC, como máximo en 1,05 pp.

9 Véase al respecto Caicedo y Tique (2012), Anexo 1.

Cuadro R2.2
Impacto máximo directo e indirecto sobre el IPC
(puntos porcentuales adicionales)

Grupo	Ponderación	Efecto directo	Efecto indirecto	Efecto total
Alimentos	28,21	0,40	0,17	0,57
Transables sin alimentos ni regulados	26,00	1,86	0,11	1,97
No transables sin alimentos ni regulados	30,52	0,37	0,49	0,85
Regulados	15,26	0,59	0,17	0,76
Total	100,00	0,80	0,25	1,05

Fuente: Ministerio de Hacienda y crédito público; cálculos del Banco de la República.

El componente de transables de la canasta familiar sería el más golpeado por las reformas, al incrementarse casi 2,0%, seguido por el segmento no transable del IPC, el cual aumentaría 0,85 pp; y de cerca también los regulados, cuyos precios repuntarían no más de 0,76 pp. Los alimentos serían el grupo del IPC menos afectado, al aumentar menos de 0,60 pp como máximo.

Por último, se debe tener presente que esta metodología de ponderaciones y de matriz insumo-producto no incorporan ninguna dinámica de ajuste, siendo tan solo un ejercicio de estática comparativa. No olvidar, además, que los cálculos con la matriz insumo-producto tienden a sobrestimar el impacto sobre los precios al consumidor, porque los coeficientes técnicos de producción, que con esta metodología son fijos, anulan la posibilidad de sustitución en la producción e ignoran la respuesta de la demanda ante cambios en los precios.

Recuadro 3

COMUNICACIONES DE LA BANCA CENTRAL ANTE CAMBIOS EN EL IMPUESTO AL VALOR AGREGADO: CASOS DE AUSTRALIA, NUEVA ZELANDA, NORUEGA, REINO UNIDO Y CANADÁ

Nicolás Martínez Cortés
Mariana Escobar Villarraga
Juan David Torres Robayo
Daniela Pinilla Marín*

La reciente reforma tributaria en Colombia, aprobada en diciembre de 2016, con entrada en vigencia a partir de enero de 2017 y plazo máximo de adopción en febrero del mismo año, significa un choque al alza sobre el nivel de precios en gran parte de los productos comercializados en el país. Como se menciona en otras secciones de este informe, se espera un efecto alcista sobre el índice de precios al consumidor (IPC), ya sea porque rubros que conforman el índice fueron objeto directo de la reforma o porque responden de alguna manera a otros rubros gravados (vía costos o indexación).

En principio, el incremento de la inflación debería ser en buena parte transitorio debido a que el choque de la reforma sobre el nivel de precios se da por una sola vez. No obstante, puede llegar a tener efectos más permanentes si contagia de forma importante las expectativas de inflación y se genera una mayor indexación.

Debido a esto, es de especial relevancia la manera como la autoridad monetaria comunica y actúa ante estas circunstancias. En la medida en que su acción propicie certidumbre y credibilidad en la meta de inflación, puede contribuir a que las expectativas de mediano y largo plazos no se vean alteradas.

Con esta motivación, a continuación se presenta un resumen de algunas experiencias internacionales similares. En concreto se revisa la comunicación de los bancos centrales de Australia, Nueva Zelanda, Noruega, Reino Unido y Canadá¹ ante episodios de reformas al impuesto de valor agregado similares a la actual en Colombia. Para ello se considera la información publicada por estos bancos centrales en dos tipos de documentos: sus comunicados de prensa de decisión de política y sus informes sobre inflación.

1. Comunicación de los bancos centrales

Como se presentará en detalle, dentro de los documentos revisados se destaca la intención inicial por parte de la autoridad monetaria de no reaccionar, en términos de política, a choques netamente transitorios sobre la inflación, en este caso se hace referencia a los cambios en el impuesto del valor agregado. Sin embargo, los bancos centrales mencionan cierta preocupación por la incertidumbre en los efectos de segunda ronda que se podrían generar sobre los formadores de precios y salarios. Por esto concluyen que será necesario vigilar de cerca este suceso y que centrarán su atención en los determinantes de mediano plazo de la inflación, aquellos que deben motivar su decisión de política y que pueden verse de alguna manera afectados por el choque transitorio (vía expectativas).

Como se podría esperar, en estos países el aumento del impuesto impactó al alza la inflación² y sus expectativas de corto plazo; sin embargo, los bancos reportaron que fue de forma transitoria y en magnitudes esperadas por los analistas, lo cual reforzaba el efecto transitorio del choque y la decisión de no intervención.

En los gráficos que se presentan al final del recuadro se muestra para cada una de las cinco economías estudiadas la evolución de la inflación, sus expectativas y la tasa de política monetaria³, contextualizadas con la meta de inflación, la fecha de entrada en vigencia del cambio del impuesto del valor agregado y los periodos en donde se hizo mención al cambio tributario en los comunicados de prensa de acción de política e informes sobre inflación.

Estos gráficos son netamente ilustrativos, por tal razón no se puede atribuir la completa dinámica de las variables al cambio en la carga impositiva en cada país, ya que existieron factores distintos que aportaron al comportamiento de la inflación, sus expectativas y las decisiones de política (los cuales son difíciles de aislar adecuadamente). Sin embargo, los gráficos sugieren movimientos congruentes con el choque tributario de cada economía.

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

1 Países con esquema de inflación objetivo en el momento del cambio estudiado en la carga impositiva generalizada.

2 Para Canadá se presentó una disminución de la tasa impositiva, por lo cual el efecto fue inverso al experimentado por los otros cuatro países.

3 Se presentan las medidas disponibles para cada economía. En el caso de Australia y Noruega se muestran dos medidas de inflación. En cuanto a las series de expectativas de inflación a corto y largo plazos, no fue posible unificarlas por falta de disponibilidad de información para los periodos estudiados.

2. Comunicados de prensa de decisión de política

Los comunicados de prensa relacionados con la decisión de política se destacaron por la poca mención del cambio en el impuesto de valor agregado y sus efectos, mostrando mayor atención al comportamiento de los fundamentales de la tendencia de mediano plazo de la inflación, lo que en realidad determinaba la decisión de política.

En general, estos cinco países optaron por hacer una breve mención en el comunicado correspondiente a la fecha cuando entraba a regir el cambio en impuestos. Advierten que se presenta un ruido transitorio en la inflación, el cual dificultaba la lectura de su tendencia de mediano plazo.

Mencionaron que emprenderían esfuerzos para intentar analizar la inflación sin la distorsión generada por los impuestos, con el objetivo de hacer lo posible para que, una vez pasen los efectos transitorios, la inflación retorne cercana a la meta.

3. Informes periódicos sobre inflación

Por su parte, los informes periódicos sobre inflación analizan con mayor detalle y sencillez los efectos del cambio de impuestos. Generalmente, se empieza a hacer mención de estos efectos después de aprobado legalmente el cambio en la tasa impositiva (período distinto a su entrada en vigencia), con el objetivo de advertir los posibles efectos que la reforma causaría. Continúan realizando un seguimiento a las potenciales consecuencias, centrandolo en el impacto sobre la inflación, sus expectativas a corto y largo plazos, la demanda interna y sobre algunos sectores importantes de la economía nacional que se verían fuertemente afectados. Se destaca la preocupación que manifiestan los bancos centrales acerca de la incertidumbre en los efectos de segunda ronda que se podrían generar. De esta manera, ofrecen diferentes análisis durante y después del efecto directo del cambio en la carga impositiva; no obstante, en ningún caso se reportaron consecuencias alarmantes de este tipo.

En el caso de Noruega, para apoyar los análisis realizados, se optó por mencionar casos pasados donde el país también había experimentado aumentos de la carga impositiva generalizada. Por su parte, Canadá y Noruega recurrieron a informes anexos para analizar la posible influencia del cambio en el impuesto sobre la inflación, las decisiones de política y algunos sectores de la economía nacional.

Por otro lado, es relevante mencionar que Australia y Noruega cuentan con una medida adicional de inflación, la cual excluye efectos de impuestos⁴. Con el objetivo de centrarse

en la tendencia de mediano plazo de la inflación, aquel índice se vuelve centro de análisis durante el período en el que se perciben los efectos del cambio en la tasa impositiva sobre la inflación total.

Como complemento de lo anterior, en el Cuadro R3.1 se presenta un resumen individual de lo encontrado en términos de comunicación de cada banco central, al igual que se detalla la fecha y magnitud de cada cambio en la carga impositiva.

4. Conclusión y comentarios

Frente a los cambios en el impuesto del valor agregado, que en principio es un choque sobre la inflación de carácter puramente transitorio, en las cinco economías estudiadas se encuentra un consenso de no reaccionar vía tasa de interés de política; sin embargo, queda clara la necesidad de seguir de cerca los efectos de segunda instancia que se podrían generar. La estrategia de comunicación adoptada consistió en realizar una breve mención en los comunicados de prensa de decisión de política en la fecha de entrada en vigencia del cambio impositivo (destacando el seguimiento de los fundamentales de la tendencia de mediano plazo de la inflación). Por el contrario, durante varios meses antes y después de este suceso, en cada informe sobre inflación se realizó un análisis más detallado de los efectos del cambio.

Por otro lado, se puede ver en los gráficos que el cambio impositivo coincide con desviaciones en el comportamiento de la inflación, las cuales duran entre uno y dos años luego del choque. Por su parte, en el caso de Australia y Nueva Zelanda es fácil notar que el comportamiento de las expectativas de corto plazo se ve afectado antes de la adopción del cambio en los impuestos, posible señal de anticipación del mercado. Una vez ocurre el choque, estas expectativas empiezan a retornar a niveles similares a los mostrados antes del conocimiento del cambio tributario. En cuanto a las expectativas de largo plazo, no es fácil identificar un comportamiento notorio generalizado, lo que podría significar que estas no se vieron afectadas, descartando efectos de segunda instancia.

Finalmente, es importante mencionar que en el actual caso colombiano se identifican características distintas a los casos aquí analizados. Mientras que en los países estudiados el choque tributario se dio en un momento donde la inflación se encontraba cercana a la meta (condiciones favorables), Colombia viene ajustándose a nuevas condiciones

4 Para Australia esta medida también excluye cambios en intereses, y es producida por su banco central. Noruega, por su

parte, cuenta con medida de inflación ajustada por impuestos y productos de energía (particularmente volátiles), calculada por su departamento nacional de estadística.

macroeconómicas, donde la inflación al consumidor se vio fuertemente afectada, al situarse durante veinticuatro meses seguidos por encima del techo del rango meta. En la actualidad, la inflación se encuentra retornando hacia la meta, por lo cual el choque de la reforma tributaria ocurre en un momento complicado, lo cual demanda una estrecha

vigilancia por parte de la autoridad monetaria. Adicionalmente, frente a Colombia, las economías revisadas cuentan con mayor tiempo de cumplimiento de la meta de inflación a lo largo de su historia de inflación objetivo, lo cual genera consecuencias positivas en la credibilidad del banco central y facilita la efectividad de su comunicación.

Cuadro R3.1
Comunicación del banco central y reformas en impuestos sobre el valor agregado

País	Reformas al impuesto	Comunicación		Otros a destacar
		Mención comunicado de decisión de política	Mención informe sobre inflación	
Australia	Julio 2000: Introducción GST ^{a/, b/} igual al 10%.	Única mención sobre la introducción del GST en septiembre de 2000. Se realiza una simple advertencia de que se presenta un ruido transitorio en la inflación debido al cambio de la carga impositiva. Se menciona que se realizarán esfuerzos para intentar analizar la inflación sin el ruido generado por los impuestos. Se reporta mayor atención al comportamiento de los fundamentales de la tendencia de mediano plazo de la inflación.	Análisis detallado del efecto de la introducción del GST. Las menciones se realizan entre abril de 1999 (se aprueba legalmente el GST) y enero de 2002 (18 meses después de la entrada en vigencia del GST). Se hace un seguimiento a las posibles consecuencias del GST, centrandolo en el impacto sobre la inflación, sus expectativas, la demanda interna y sobre algunos sectores importantes de la economía nacional que se ven influenciados (vivienda, automotriz). Se destaca la preocupación sobre los posibles efectos de segunda instancia para ello se realizan diferentes análisis durante y después del efecto directo del cambio en la carga impositiva (encuestas y ejercicios analíticos). Sin embargo, no se reportó importantes consecuencias de segunda instancia	Análisis sobre medida de inflación sin los efectos de cambios de impuestos e intereses (con el objetivo de centrarse en la tendencia de mediano plazo de la inflación).
Nueva Zelanda	Octubre 2010: Aumento del GST ^{a/, c/} de 12,5% a 15%.	Se menciona únicamente en el comunicado de prensa de diciembre de 2010. De manera muy breve se explican los posibles efectos sobre la inflación anual y las expectativas de corto y mediano plazo. Se habla de efectos transitorios, y por ello, no centran directamente su análisis en este choque.	Análisis específico con respecto al efecto del aumento en el GST (y la contribución de efectos externos) sobre la inflación. Se realizan menciones entre junio de 2010 (4 meses previos a la entrada en vigencia de la modificación del GST) y diciembre de 2011 (14 meses después de la entrada en vigencia de la modificación del GST).	
Reino Unido	Enero de 2010: Aumento del VAT ^{d/} de 15% a 17,5%. Enero de 2011: Aumento del VAT de 17,5% a 20%.	Se hace mención en los comunicados de noviembre de 2009, febrero de 2010, octubre de 2011 y febrero de 2012. Se menciona que serán aproximadamente dos años en los que se observaría un comportamiento volátil en la inflación.	Se analizan las consecuencias que podría tener los cambios en el VAT, en particular se centran en los efectos sobre la inflación, sus expectativas, los hogares, el sector privado y real.	

Cuadro R3.1 (continuación)

Comunicación del banco central y reformas en impuestos sobre el valor agregado

País	Reformas al impuesto	Comunicación		Otros a destacar
		Mención comunicado de decisión de política	Mención informe sobre inflación	
Noruega	Enero 2005: Aumento del VAT de 24% a 25%.	El comunicado de Marzo de 2005 únicamente mencionó que el cambio en el VAT hizo más difícil de lo normal interpretar el comportamiento de la inflación.	El informe del último trimestre de 2004 mostró que el aumento del VAT incrementaría la inflación en 0,5 puntos porcentuales en los primeros meses de 2005, y esto se repitió en el primer trimestre de 2006. En los siguientes informes se insistió en que el cambio del VAT había dificultado la lectura de la inflación.	Se menciona la medida de inflación ajustada por cambios en los impuestos y en los productos de energía (CPI-AT) para analizar los movimientos en la inflación en el mediano plazo. Se recurre a recuadros en el informe sobre inflación.
Canadá	Julio de 2006: Reducción GST ^{a/} de 7% a 6%.	Tres menciones acerca de la reforma. Una previa a la reducción del GST en abril de 2006, una en el periodo mismo de la entrada en vigencia, y la última, tres meses después. De acuerdo a los comunicados de política, no fue necesaria la intervención gracias a que la inflación que excluye el efecto de impuestos indirectos y otros elementos, se mantuvo en línea con lo esperado.	Mención un trimestre antes de la reforma y dos después. En el informe previo se presentaron los escenarios sin tener en cuenta la reforma, además un recuadro referente a sus posibles consecuencias. En los otros dos informes se mostraron otras presiones que afectarían a la inflación además de la reforma.	Se recurre a recuadros en el informe sobre inflación.
	Enero de 2008: Reducción GST ^{a/} de 6% a 5%	Para el segundo choque del GST se hicieron dos menciones, una simultánea a la reforma y otra tres meses después. En estas se menciona la presión que la reforma constituye, más no la sitúan como la razón fundamental para las variaciones en la inflación.	Para la segunda modificación del GST, se menciona que la reforma contribuyó en algo a la revisión a la baja de la inflación, más hubo otras causas para ello.	

a/ GST (Goods and service tax, o Impuesto a bienes y servicios finales) corresponde a un VAT (o Impuesto al valor agregado, IVA) en Australia, Nueva Zelanda y Canadá.

b/ Reestructuración del sistema tributario donde se introduce el GST, que corresponde a un impuesto de 10% sobre los bienes de consumo final, exceptuando alimentos básicos, artículos personales, salud, educación, bienes relacionados con hijos y exportaciones. Elimina 10 impuestos considerados ineficientes (ventas al por mayor, renta, entre otros).

c/ Adicional al aumento en el GST se implementa mayor carga tributaria al consumo de tabaco y se incluye dentro de la base gravable el sector de la energía.

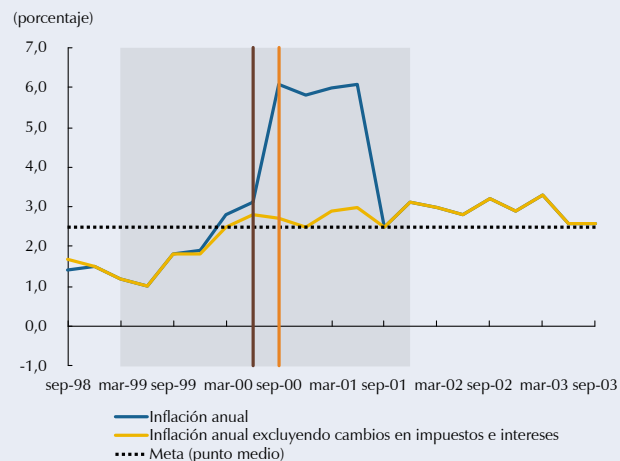
d/ Value added tax (impuesto al valor agregado).

Fuentes: Bancos centrales de Australia, Nueva Zelanda, Reino Unido, Noruega y Canadá; recopilación de los autores.

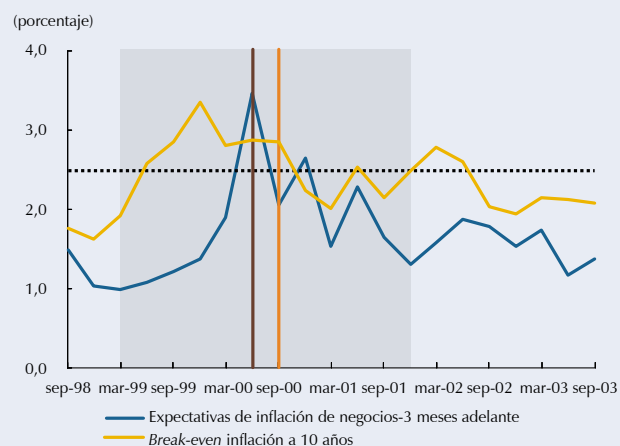
Gráfico R3.1

Australia: inflación anual, expectativas de inflación y tasa de política

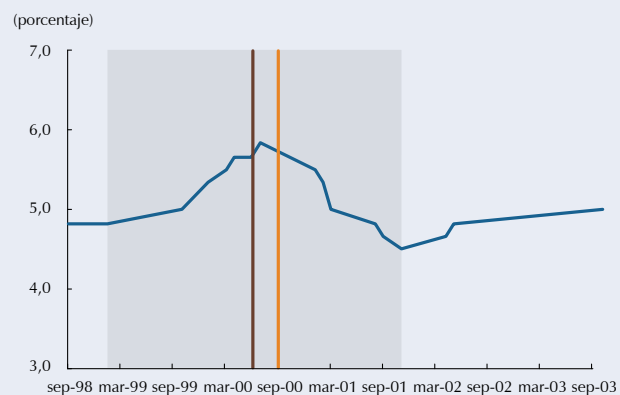
A. Inflación anual



B. Expectativas de inflación



C. Tasa de política



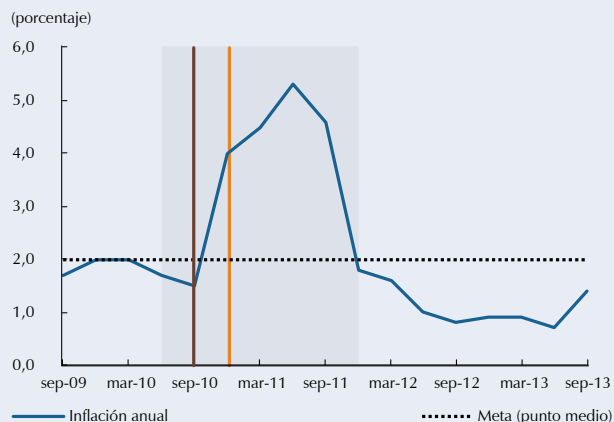
Nota: la línea café representa la fecha límite de adopción del cambio en el impuesto al valor agregado; la línea naranja es la fecha del comunicado de prensa de decisión de política donde se menciona el cambio en el impuesto al valor agregado. El sombreado gris es el período en el cual los informes sobre inflación hacen referencia al cambio en el impuesto al valor agregado.

Fuentes: Banco Central de Australia y Bloomberg; cálculos de los autores.

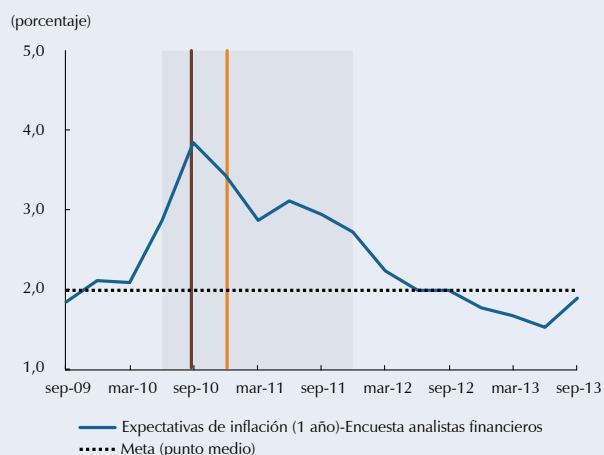
Gráfico R3.2

Nueva Zelanda: inflación anual, expectativas de inflación y tasa de política

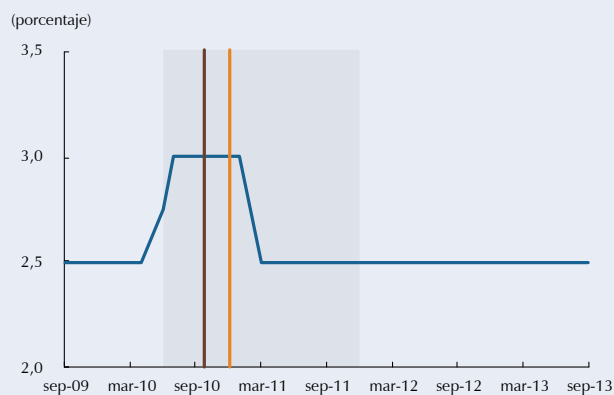
A. Inflación anual



B. Expectativas de inflación



C. Tasa de política

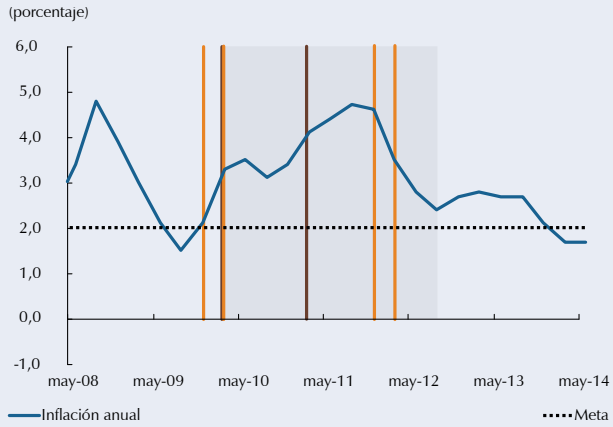


Nota: la línea café representa la fecha límite de adopción del cambio en el impuesto al valor agregado; la línea naranja es la fecha del comunicado de prensa de decisión de política donde se menciona el cambio en el impuesto al valor agregado. El sombreado gris es el período en el cual los informes sobre inflación hacen referencia al cambio en el impuesto al valor agregado.

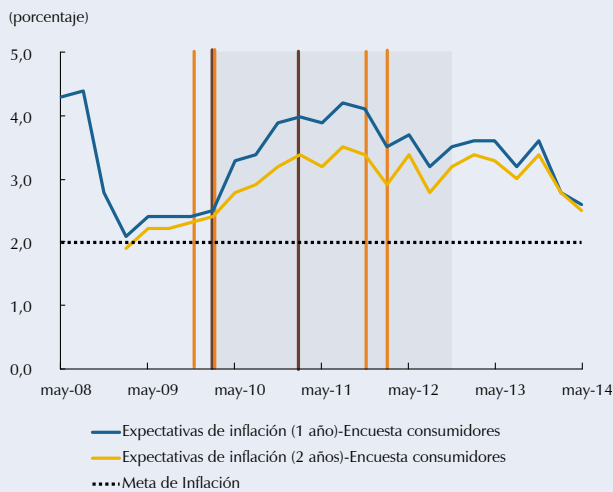
Fuentes: Banco Central de Nueva Zelanda y Bloomberg; cálculos de los autores.

Gráfico R3.3
Reino Unido: inflación anual, expectativas de inflación y tasa de política

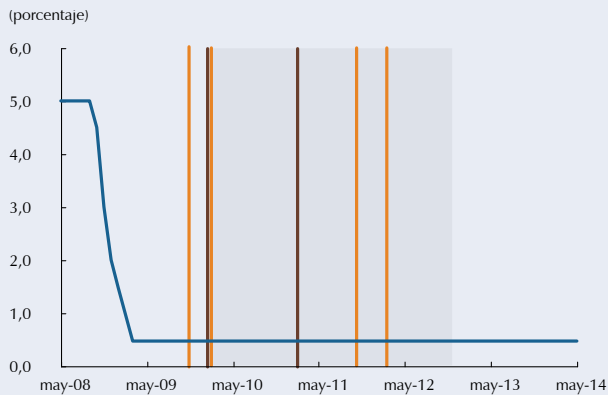
A. Inflación anual



B. Expectativas de inflación



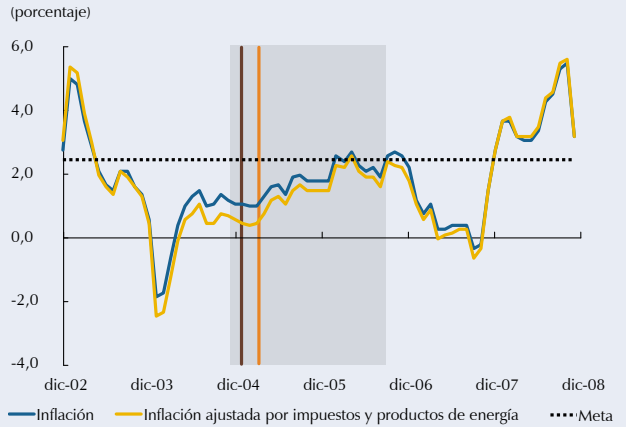
C. Tasa de política



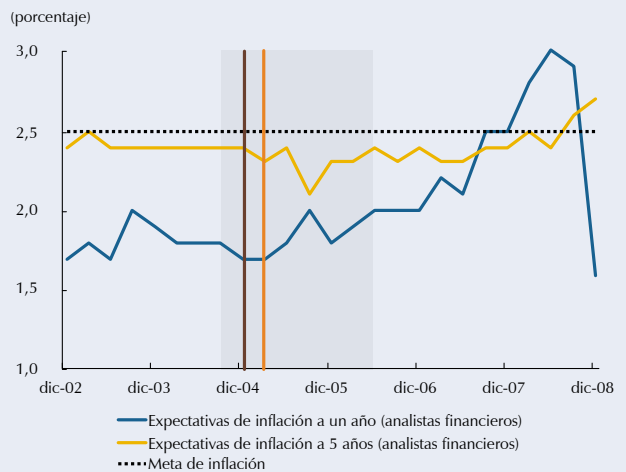
Nota: la línea café representa la fecha límite de adopción del cambio en el impuesto al valor agregado; la línea naranja es la fecha del comunicado de prensa de decisión de política donde se menciona el cambio en el impuesto al valor agregado. El sombreado gris es el período en el cual los informes sobre inflación hacen referencia al cambio en el impuesto al valor agregado.
Fuentes: Banco Central de Reino Unido y Bloomberg; cálculos de los autores.

Gráfico R3.4
Noruega: inflación anual, expectativas de inflación y tasa de política

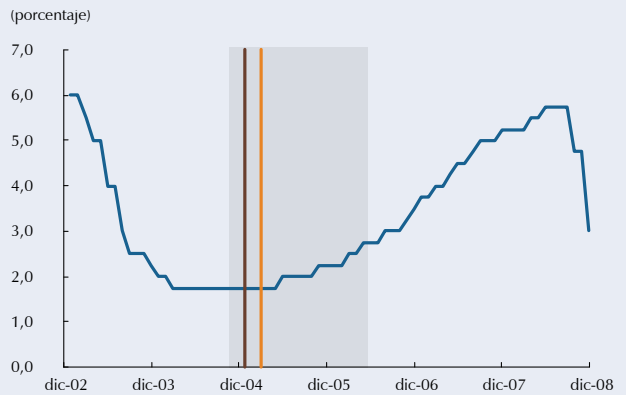
A. Inflación anual



B. Expectativas de inflación



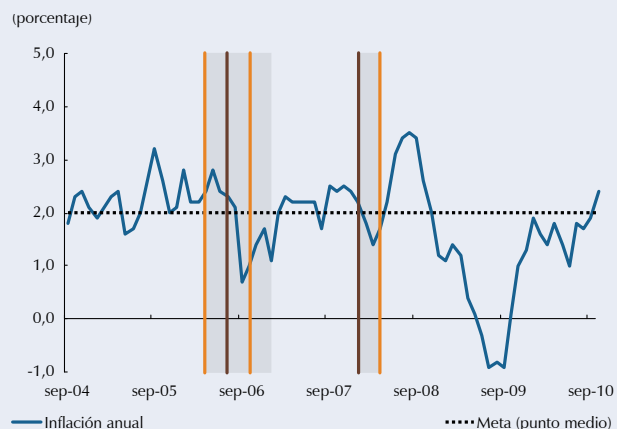
C. Tasa de política



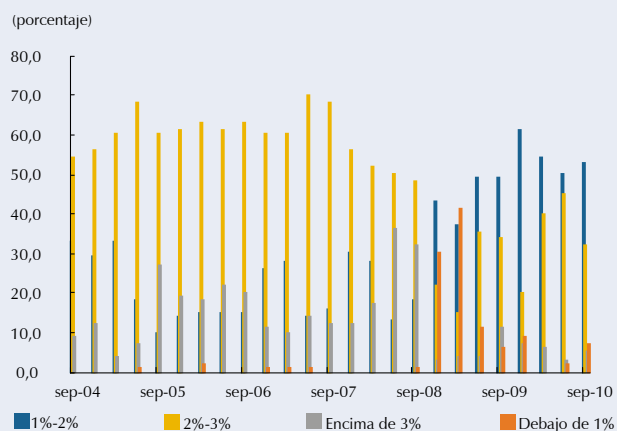
Nota: la línea café representa la fecha límite de adopción del cambio en el impuesto al valor agregado; la línea naranja es la fecha del comunicado de prensa de decisión de política donde se menciona el cambio en el impuesto al valor agregado. El sombreado gris es el período en el cual los informes sobre inflación hacen referencia al cambio en el impuesto al valor agregado.
Fuentes: Banco Central de Noruega y Bloomberg; cálculos de los autores.

Gráfico R3.5
 Canadá: inflación anual, expectativas de inflación y tasa de política

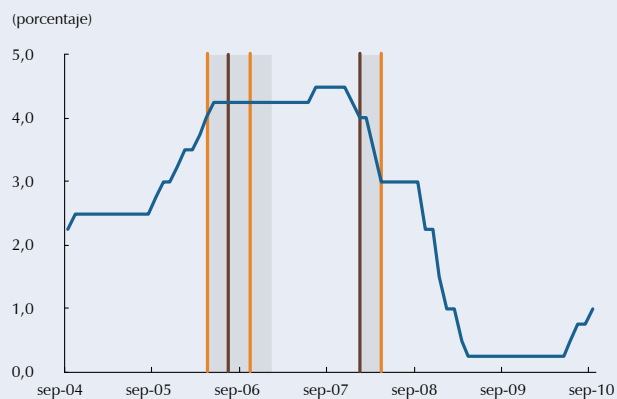
A. Inflación anual



B. Expectativas de inflación a dos años



C. Tasa de política



Nota: la línea café representa la fecha límite de adopción del cambio en el impuesto al valor agregado; la línea naranja es la fecha del comunicado de prensa de decisión de política donde se menciona el cambio en el impuesto al valor agregado. El sombreado gris es el período en el cual los informes sobre inflación hacen referencia al cambio en el impuesto al valor agregado.

Fuentes: Banco Central de Canadá y Bloomberg; cálculos de los autores.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

La corrección del desbalance externo de Colombia está ocurriendo de forma progresiva, la tasa de cambio ha permanecido relativamente estable en los últimos meses, el endeudamiento se ha desacelerado y los precios de la vivienda (relativos al IPC) han dejado de crecer.

Para este año es probable que los desbalances macroeconómicos estimados en los informes anteriores se sigan corrigiendo, en un contexto de mercados internacionales que pueden enfrentar una alta volatilidad y de ciertos riesgos sobre el costo del financiamiento que podrían ganar relevancia.

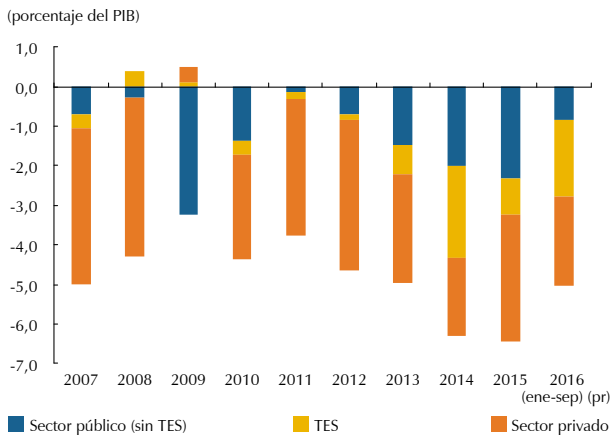
Como se explicó en capítulos anteriores, la información disponible muestra que la economía colombiana se ha venido desacelerando de forma gradual, aunque más rápido que lo previsto meses atrás. A pesar de esto, el país ha sostenido tasas de crecimiento superiores a las de otras economías de la región que también enfrentaron caídas en sus términos de intercambio⁵. De esta forma, la corrección del desbalance externo de Colombia está ocurriendo de forma progresiva, sin que hasta ahora se haya presentado una contracción abrupta del gasto y sin un aumento significativo de la tasa de desempleo. La tasa de cambio, por su parte, tras una fuerte depreciación nominal y real, ha permanecido relativamente estable en los últimos meses. A su vez, el endeudamiento se ha desacelerado y los precios de la vivienda (relativos al IPC) han dejado de crecer.

Varios elementos han contribuido a la gradualidad del ajuste. En primer lugar, el país ha seguido contando con acceso al financiamiento externo⁶. En particular,

5 Véase el recuadro 1: Disminución de los precios de los productos básicos y sus efectos sobre las economías de Chile, Perú y Colombia, *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio de 2016.

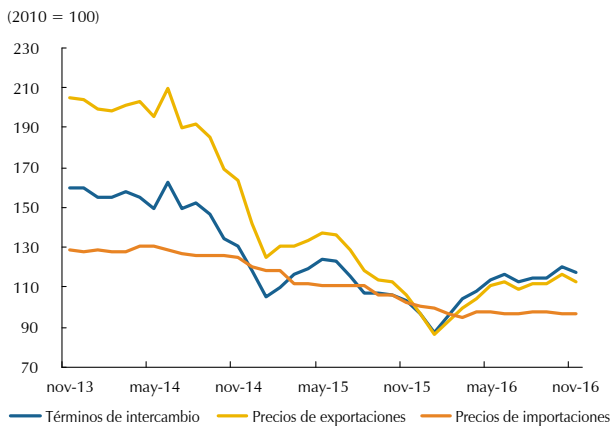
6 La fuerte depreciación del peso registrada entre mediados de 2014 y febrero de 2016 incrementó de forma significativa el costo en pesos de los préstamos en moneda extranjera, a pesar de que las tasas de interés externas permanecieron bajas. A partir de marzo de 2016, con la recuperación del precio del petróleo, el peso se fortaleció y las expectativas de depreciaciones adicionales se moderaron.

Gráfico 47
Cuenta financiera de la balanza de pagos
(sin activos de reserva)



(pr): preliminar.
Nota: De acuerdo con la sexta revisión del Manual de Balanza de Pagos del FMI, los ingresos netos de capital se presentan con signo negativo.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 48
Índice de términos de intercambio y sus componentes^{a/}



a/ Metodología comercio exterior.
Fuente: Banco de la República.

el sector público, el más afectado en su ingreso por la caída en los precios del petróleo, usó mayores pasivos externos para apalancarse (Gráfico 47), hecho que contribuyó a mantener su gasto como porcentaje del PIB y a mitigar su impacto sobre la demanda interna. La reforma tributaria aprobada en diciembre, que reforzó la sostenibilidad fiscal, contribuirá a mantener el acceso al financiamiento externo y a consolidar el proceso de ajuste.

Aunque la caída de las importaciones fue el principal componente que explicó el menor déficit en la cuenta corriente en 2016, el descenso en los precios internacionales de estos bienes (Gráfico 48) contribuyó a que la caída en la demanda de los bienes importados no fuera más acentuada. Un sistema financiero local saludable, que ha otorgado crédito teniendo en cuenta las evaluaciones de riesgo de los préstamos, también ha sido fundamental para suavizar el choque. En efecto, si bien la cartera se ha desacelerado, su crecimiento sigue superando el aumento del PIB nominal. Por su parte, los indicadores de riesgo de crédito se han incrementado, pero se mantienen en niveles históricamente bajos⁷.

Para el presente año es probable que los desbalances macroeconómicos estimados en los informes anteriores se sigan corrigiendo en un contexto de mercados internacionales que pueden enfrentar una alta volatilidad y de ciertos riesgos sobre el costo del financiamiento que podrían ganar relevancia. Por una parte, aunque se espera un aumento en las tasas de interés externas, este puede ser más fuerte que el previsto por cuenta de una normalización algo más acelerada de

la política monetaria en los Estados Unidos. Adicionalmente, existe incertidumbre sobre la implementación de posibles medidas proteccionistas en el comercio mundial⁸, las cuales pueden afectar de manera negativa el apetito por el riesgo. Asimismo, los términos de intercambio del país podrían recuperarse menos que lo previsto, o el crecimiento de los socios comerciales podría ser inferior a lo proyectado. Estos factores, además de afectar la prima de riesgo del país, podrían

7 La excepción son los indicadores del microcrédito, que se encuentran cerca a los máximos desde que se tienen disponibles las series. Este deterioro ha sido resaltado por las instituciones microfinancieras que participan en la Encuesta sobre la situación del microcrédito del Banco de la República como el principal factor que las indujo a incrementar las exigencias para otorgar nuevos préstamos en esta modalidad.

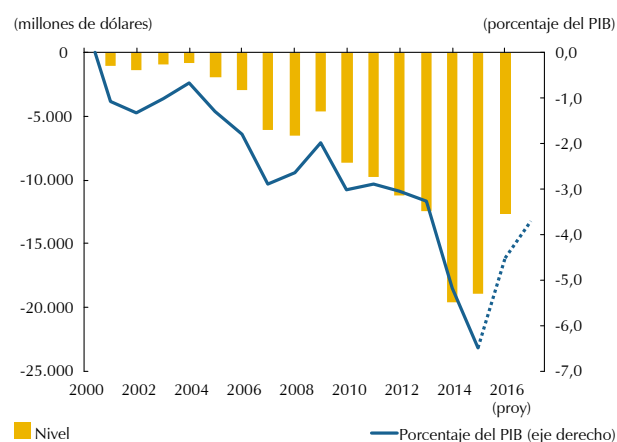
8 Originadas, por ejemplo, por el nuevo gobierno en los Estados Unidos, o por decisiones en torno al *brexit*.

implicar movimientos adicionales en variables como la tasa de cambio y los precios de los activos.

En cuanto al financiamiento interno, no se puede descartar un deterioro adicional en los indicadores de riesgo de crédito, el cual dependerá, entre otros factores, del comportamiento de la actividad económica y del mercado laboral. Si se materializa este riesgo, las exigencias para otorgar préstamos aumentarían y podrían generarse presiones al alza en las tasas de interés activas.

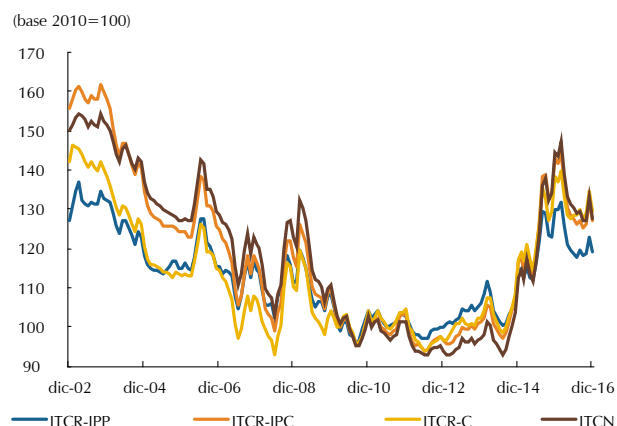
A continuación se presenta la evolución reciente y algunas consideraciones sobre la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el endeudamiento y los precios de la vivienda, variables que la literatura ha identificado como relevantes para entender los posibles desbalances macroeconómicos y su proceso de ajuste. También se incluye el índice de desbalance macroeconómico (IDM)⁹, el cual combina los desbalances estimados para cada una de dichas variables.

Gráfico 49
Cuenta corriente de la balanza de pagos



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

Gráfico 50
Índices de la tasa de cambio multilateral
(nominal y real)



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

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

Al tercer trimestre de 2016 el déficit externo del país siguió corrigiéndose. Durante los primeros nueve meses del año fue equivalente a 4,7% del PIB, y en dólares fue inferior en 35% al registrado un año atrás. Como se presentó en el capítulo I de este *Informe*, la corrección ocurrió por una caída de los egresos corrientes, que resultó mayor que la de los ingresos. La disminución de los egresos se explica por la contracción de las importaciones y, en menor medida, por la reducción en las utilidades de las empresas con capital extranjero. En términos de las cuentas nacionales, el ajuste del déficit corriente es, en parte, el reflejo de la debilidad de la demanda interna, en especial por la caída de la inversión. Para todo 2016 se estima que el déficit de la balanza de pagos haya sido equivalente al 4,5% del PIB, y en niveles, similar al observado en 2013. Las proyecciones para 2017 estiman un déficit del 3,7% del PIB (Gráfico 49).

Durante el año, el peso colombiano se debilitó en promedio en términos nominales y reales frente al dólar y

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

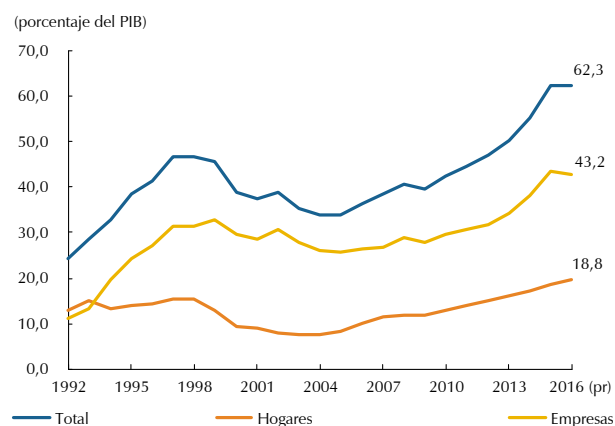
a los principales socios comerciales del país, aunque mucho menos que lo registrado entre 2014 y 2015 (Gráfico 50). La moderación en la depreciación real se explica, fundamentalmente, por unos términos de intercambio que fueron inferiores a los de 2015, aunque se han recuperado, y por un leve aumento en la prima de riesgo del país.

Para 2017 se espera que el desbalance externo del país continúe reduciéndose, en un entorno de mejoras en los términos de intercambio y de bajo crecimiento de la demanda externa e interna. A pesar de esto, el déficit en la cuenta corriente relativo al PIB seguiría siendo alto frente al promedio histórico (cerca de 2% si se calcula desde 1970) y frente a los niveles de otros países de la región.

Con respecto al financiamiento del déficit externo, en el escenario presentado en el capítulo I de este *Informe* se prevén incrementos en las tasas de interés internacionales, principalmente por la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, la cual podría ser un poco más rápida que la anticipada en informes anteriores. Por otra parte, dada la gran incertidumbre en torno a las medidas que pueda tomar el nuevo gobierno de los Estados Unidos o a la implementación del *brexit*, entre otros, no se puede descartar un incremento en la aversión al riesgo y en las primas de riesgo del país. Estos factores podrían afectar el costo de financiamiento e incidir en las decisiones de inversión (directa y de portafolio).

B. ENDEUDAMIENTO

Gráfico 51
Endeudamiento^{a/} de los hogares y las empresas



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

El comportamiento del endeudamiento también es reflejo del proceso de ajuste que está enfrentando la economía. Si bien permanece en niveles históricamente altos (relativo al PIB), se ha desacelerado, en particular el de las empresas, y dentro de este el crédito bancario (Gráfico 51).

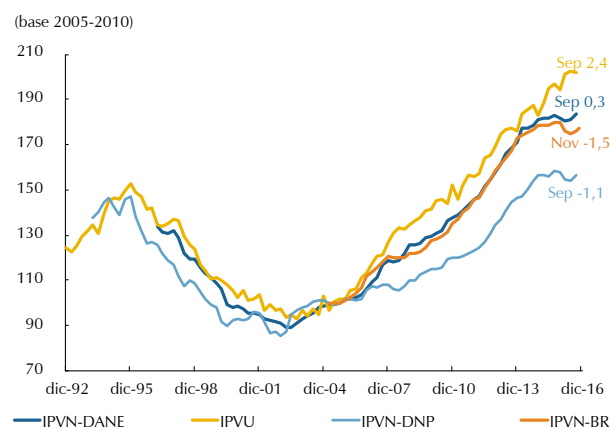
La tendencia del endeudamiento es resultado tanto de factores de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, la desaceleración de la economía y el deterioro de la confianza de empresarios y consumidores, sumada a los incrementos en las tasas de interés de los préstamos a lo largo del año, desestimula la demanda por préstamos. Por el lado de la oferta, según la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia* aplicada en diciembre de 2016, para todas las modalidades

los bancos mantuvieron o aumentaron sus exigencias para otorgar nuevos créditos, tal como lo han hecho en los últimos meses y como esperan que siga ocurriendo en el primer trimestre de 2017. El incremento en el costo de fondeo, así como el deterioro que se empieza a observar en la calidad de la cartera, son factores que explican este comportamiento.

Para 2017 el endeudamiento podría continuar con la tendencia de los últimos trimestres. El bajo dinamismo que se proyecta para el consumo y la inversión no soportaría crecimientos sustanciales de los préstamos. Por otra parte, si bien el incremento en el riesgo de crédito no ha sido significativo, no se pueden descartar mayores deterioros en la calidad de la cartera, dada la debilidad de la actividad económica. Esto puede implicar aumentos en las exigencias para otorgar los créditos y, por tanto, acentuar la desaceleración de la cartera.

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

Gráfico 52
Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC) a/



a/ Información al tercer trimestre de 2016 para el IPVN-DANE, IPVN DNP y el IPVU. Para el IPVNBR el último dato corresponde al trimestre sep-nov de 2016.
Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

Los precios de la vivienda nueva (deflactados por el IPC) han permanecido relativamente estables en los últimos dos años. A septiembre de 2016 el índice calculado por el DANE (IPVN-DANE) mostró un aumento de 0,3% anual y el del DNP (IPVN-DNP) de -1,1%, mientras que el calculado por el Banco de la República (IPVN-BR) tuvo una caída de 1,5% anual para el trimestre móvil terminado en noviembre. Para la vivienda usada (IPVU) el crecimiento anual a septiembre fue de 2,4%, el menor desde diciembre de 2011 (Gráfico 52).

Según las cifras de la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol), las ventas de vivienda nueva (en unidades) tuvieron una leve caída durante el año (-2,1%)¹⁰, manteniéndose muy cerca del máximo alcanzado en 2015. Los segmentos que contaron con

apoyo de programas del Gobierno fueron los que tuvieron crecimientos en el número de unidades vendidas. Específicamente, las viviendas con precio entre los 70 y los 135 SMMLV, a las cuales está dirigido el programa Mi Casa Ya¹¹ y la cobertura de tasa de interés para vivienda de interés social (VIS) en el marco del Decreto 1190 de 2012 (FRECH II)¹² tuvieron un crecimiento de 9,5% frente al total de 2015, y las viviendas con precio entre 135 y 335 SMMLV, beneficiarias del subsidio de tasa de interés bajo el Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo 2 (PIPE 2)¹³ mostraron un aumento anual de 5,7%. Por el contrario,

10 Corresponde al total de trece regionales (Antioquia, Atlántico, Bogotá y Cundinamarca, Bolívar, Boyacá, Caldas, Huila, Nariño, Norte de Santander, Risaralda, Santander, Tolima y Valle).

11 Este programa está dirigido a los hogares con ingresos entre dos y cuatro SMMLV. Entrega un subsidio familiar para el pago de la cuota inicial (de doce a veinte SMMLV) y una cobertura de tasa de interés (4 pp) durante los primeros siete años del crédito, para la compra de vivienda de interés social con precio entre 70 y 135 SMMLV.

12 Corresponde a la entrega de una cobertura de tasa de interés (entre 4 y 5 pp) durante los primeros siete años del crédito, para la compra de vivienda de interés social (precio menor a 135 SMMLV) por parte de hogares con ingresos inferiores a ocho SMMLV.

13 El subsidio corresponde a 2,5 pp durante los primeros siete años del crédito.

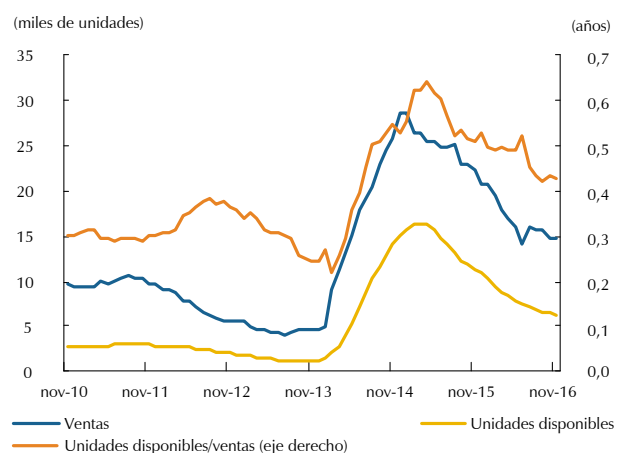
la vivienda de interés prioritario (VIP), es decir, aquella con precio menor a 70 SMMLV, tuvo una caída en sus ventas de 34,1% y la de precio mayor que 335 SMMLV, una contracción de 11,1% (Gráfico 53).

La oferta, por su parte, mostró aumentos superiores a las de las ventas en todos los rangos de precio, excepto en el segmento VIP, donde no hubo programas activos del Gobierno durante 2016. Esto implica que el tiempo que tomaría vender el total de unidades disponibles al ritmo actual de comercialización ha aumentado para las viviendas con precio mayor a 70 SMMLV, es decir, para más del 80% del mercado (Gráfico 53).

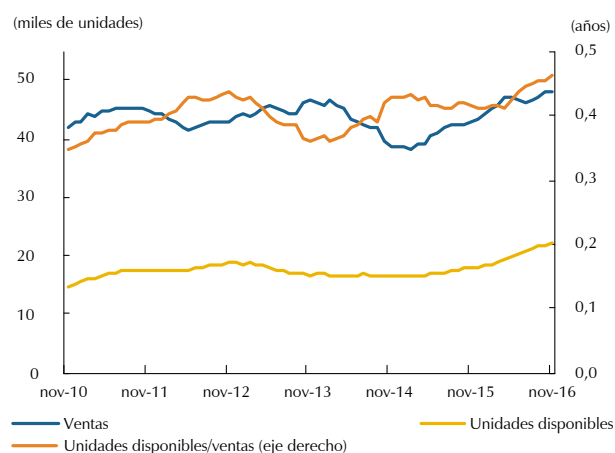
Así, una oferta dinámica frente unas ventas relativamente estancadas puede estar explicando el comportamiento de los precios, en un entorno donde la rentabilidad

Gráfico 53
Vivienda nueva: ventas vs. unidades disponibles para la venta ^{a/}

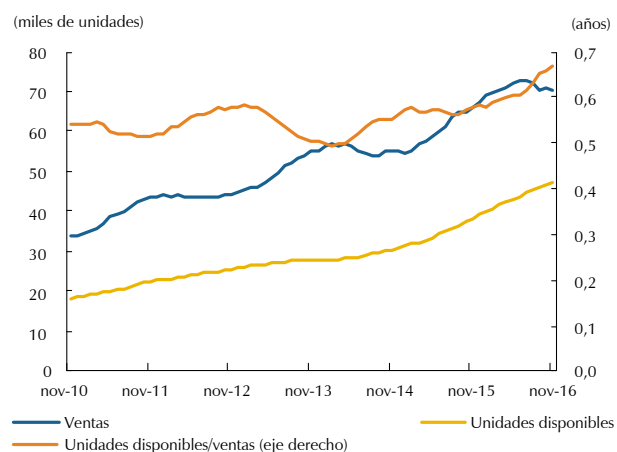
A. Precio menor o igual a 70 SMMLV



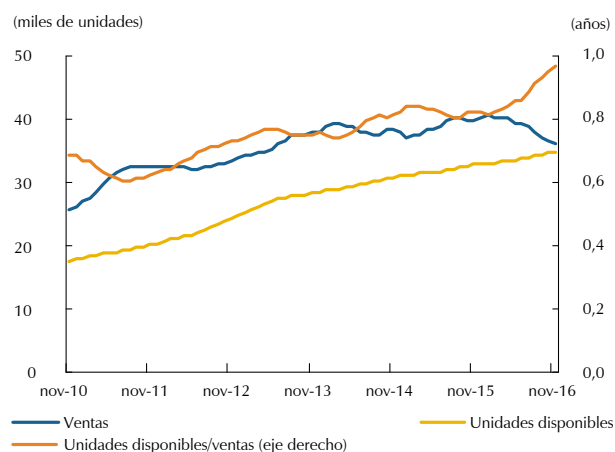
B. Precio mayor a 70 SMMLV y menor o igual a 135 SMMLV



C. Precio mayor a 135 SMMLV y menor o igual a 335 SMMLV



D. Precio mayor a 335 SMMLV



a/ Incluye información de 13 regionales. Las ventas corresponden al acumulado 12 meses y las unidades disponibles para la venta al promedio de los últimos 12 meses. Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República.

de la vivienda relativa a otro tipo de inversión parece haber disminuido por diversos factores. Por un lado, en 2016 los ajustes de los arriendos se hicieron por debajo de la inflación observada, las tasas de interés de los créditos hipotecarios subieron y las perspectivas de valorización de la vivienda se moderaron. En el mismo año, la rentabilidad de los certificados de depósito a término (CDT), los TES y las acciones aumentaron y registraron tasas que superaron los incrementos de los arriendos.

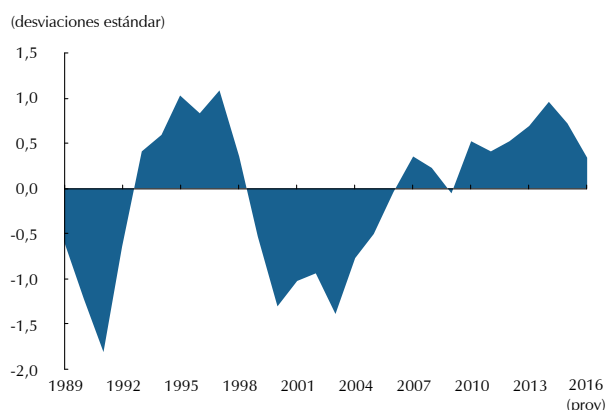
Para 2017, además de los programas vigentes en 2016, el Gobierno ha anunciado que pondrá en marcha la segunda fase del programa de casas gratis¹⁴ y el programa de VIP que funcionará bajo el esquema de Mi Casa Ya. Además, se incorporará la modalidad de *leasing* a Mi Casa Ya. Esto contribuirá al dinamismo del segmento VIS, siempre y cuando los hogares beneficiarios de los programas puedan seguir contando con las condiciones que les permitan tener el cierre financiero.

Para el segmento no VIS, si bien se mantendrá el estímulo del subsidio a la tasa de interés del PIPE 2, el IVA a la vivienda nueva de más de 26.800 UVT, incorporado en la reforma tributaria del pasado diciembre, posiblemente debilite aún más ese mercado de ingresos altos, con un mayor impacto a partir de 2018¹⁵.

Así las cosas y teniendo en cuenta el panorama macroeconómico descrito en los capítulos anteriores, se espera que continúe la moderación en precios y cantidades en el mercado de vivienda.

D. ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

Gráfico 54
Índice de desbalance macroeconómico



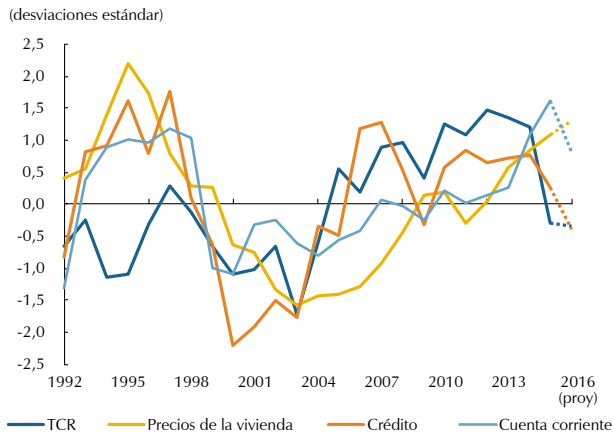
(proy): proyectado.
Fuente: Banco de la República.

En resumen, la información y las proyecciones disponibles sugieren que durante 2016 el déficit en la cuenta corriente se siguió reduciendo, el peso se debilitó en promedio frente a los principales socios del país, los precios de la vivienda relativos al IPC se estabilizaron y el endeudamiento se desaceleró. Con esto, las estimaciones del índice de desbalance macroeconómico sugieren que en el año la economía colombiana habría disminuido sus desbalances a un ritmo mayor que en 2015 (Gráfico 54).

14 En su primera fase el programa entregó 100.000 viviendas; para la segunda fase se proyectan 30.000 unidades.

15 De acuerdo con el párrafo transitorio del artículo 185 de la Ley 1819 del 29 de diciembre de 2016 (reforma tributaria), están excluidos del IVA del 5% los inmuebles para los cuales a 31 de diciembre de 2017 se haya suscrito algún tipo de contrato de compraventa.

Gráfico 55
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito ^{a/}



(proy): proyectado.

a/ Las brechas se calculan como la diferencia entre el valor observado y la estimación del valor de largo plazo. Para la TCR se presenta el negativo de la misma, de forma tal que en todos los casos brechas positivas indiquen desbalances.

Fuente: Banco de la República.

Para todas las variables, excepto los precios de la vivienda, los nuevos datos señalan una corrección de los desbalances mayor que la contemplada en las estimaciones del informe trimestral de septiembre. En el caso de la cuenta corriente, la proyección presentada en el capítulo I indica que en 2016 el déficit habría sido menor (4,5% del PIB vs. 4,7% del PIB del informe de septiembre). Para la tasa de cambio real, por su parte, en el informe pasado se contemplaron unos precios para el carbón y el petróleo menores a los efectivamente observados; de esta forma, unos mayores términos de intercambio son consistentes con una moneda más fuerte en términos reales. Por último, la desaceleración del endeudamiento ha sido mayor que la proyectada hace tres meses (Gráfico55).

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 2017 y 2018. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 24 de enero de 2017.

Proyecciones para 2017

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 2,4% frente al 2,7% estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 2,3%.

Cuadro A1
Proyecciones para 2017

	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	1,5	5,3	3.400	5,9	3,6	10,5
ANIF	2,2	4,6	n. d.	6,2	2,6	10,1
Banco de Bogotá ^{a/}	2,8	4,4	2.900	6,2	3,3	9,9
Bancolombia	2,6	4,3	3.010	5,3	3,3	9,9
BBVA Colombia	2,4	4,1	3.060	5,7	3,3	10,2
BTG Pactual	2,6	4,0	3.080	n. d.	3,3	9,5
Corficolombiana	2,8	3,9	3.300	5,5	3,3	9,5
Corpbanca ^{a/ b/}	2,3	4,3	3.080	5,3	3,3	10,0
Corredores Davivienda ^{a/ c/}	2,4	6,1	3.000	6,5	3,5	9,6
Credicorp Capital ^{d/}	2,1	4,3	2.800	5,5	2,6	10,4
Davivienda ^{a/}	2,4	6,1	3.000	6,5	3,5	9,6
Fedesarrollo	2,6	3,9	n. d.	n. d.	3,1	n. d.
Ultraserfinco ^{e/}	2,4	4,8	2.980	6,2	3,5	9,0
Promedio	2,4	4,6	3.055	5,9	3,2	9,9
Analistas externos						
Citibank-Colombia ^{a/}	2,3	4,0	3.026	5,9	3,3	11,3
Deutsche Bank	2,5	4,4	2.971	n. d.	3,5	9,7
Goldman Sachs	2,1	4,4	2.800	n. d.	3,5	n. d.
JP Morgan	2,2	3,9	3.250	n. d.	3,3	n. d.
Promedio	2,3	4,2	3.012	5,9	3,4	10,5

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antiguo Banco Santander.

c/ Antiguo Corredores Asociados.

d/ Antiguo Correval.

e/ Antiguo Ultrabursátiles.

n. d.: no disponible

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2018

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza valores	2,3	4,3	3.600
ANIF	2,8	3,3	n. d.
Banco de Bogotá	3,4	3,0	2.950
Bancolombia	3,4	3,2	2.950
BBVA Colombia	3,3	3,6	2.900
BGT Pactual	3,0	3,3	3.110
Corficolombiana	3,5	3,5	3.275
Corpbanca ^{a/}	2,8	3,5	3.175
Corredores Davivienda ^{b/}	2,7	n. d.	n. d.
Credicorp Capital ^{c/}	2,8	2,9	2.800
Davivienda	2,7	n.d.	n. d.
Fedesarrollo	3,3	3,0	n. d.
Ultraserfinco ^{d/}	2,8	3,6	2.900
Promedio	3,0	3,4	3.073
Analistas externos			
Citibank-Colombia	3,2	3,1	2.850
Deutsche Bank	3,6	3,6	n. d.
Goldman Sachs	2,8	3,5	2.800
JP Morgan	3,3	3,8	n. d.
Promedio	3,2	3,5	2.825

a/ Antiguo Banco Santander.

b/ Antiguo Corredores Asociados.

c/ Antiguo Correval.

d/ Antiguo Ultrabursátiles.

n. d.: no disponible

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a los precios, los analistas locales estiman una inflación del 4,6% y los extranjeros prevén una cifra al finalizar el año del 4,2%; ambas proyecciones se encuentran por fuera del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2017 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio COP 3.055 frente a los COP 2.953 estimados en la encuesta contemplada en el *Informe* anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP 3.012 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 5,9%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 9,9%.

2. Proyecciones para 2018

Para 2018 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,0% y los extranjeros uno de 3,2%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,4% y 3,5%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 3.073 y las externas de COP 2.825.