



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Informe de política monetaria



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Informe de política monetaria

Subgerencia de Estudios Económicos

MARZO DE 2016

I. Contexto externo y balanza de pagos

1. En abril los términos de intercambio de Colombia habrían mantenido la tendencia creciente que inició el mes anterior, gracias a que los precios internacionales del petróleo y de otros bienes básicos exportados por el país continuaron aumentando desde los mínimos que se registraron a mediados de febrero. De todas maneras los niveles actuales son menores a los registrados el año pasado.
2. La cotización del crudo Brent subió 7,3% en promedio en lo corrido del mes al 26 de abril, respecto a lo observado en marzo. Frente al promedio de diciembre el aumento ha sido 10,8%. Este incremento se explica, en gran parte, por las perspectivas de un acuerdo entre algunos países productores para congelar la producción en los niveles actuales, que a la postre no se materializó, y por los indicios de que la producción en los Estados Unidos habría continuado reduciéndose lentamente. Adicionalmente, una interrupción temporal en la producción de Kuwait, la menor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, el debilitamiento del dólar y algunas cifras económicas en China mejores que las anticipadas, habrían incidido igualmente en este aumento. Sin embargo, el valor del crudo se ubica aún por debajo del promedio del año 2015.
3. Las cotizaciones del níquel y de otros metales exportados por algunos países de la región también presentaron subidas respecto a lo observado el mes anterior, como consecuencia de la reducción en la aversión al riesgo, del debilitamiento del dólar y de las mejoras en las cifras económicas de China. El precio internacional del café también mostró un incremento frente a los bajos niveles de comienzo del año, debido a algunos choques de origen climático.
4. Los registros más recientes de la actividad económica de los principales socios comerciales del país sugieren que el crecimiento para 2016 sería menor que el previsto en el Informe anterior.
5. En los Estados Unidos, el primer estimativo para el producto interno (PIB) del primer trimestre registra una expansión de 0,5% trimestre anualizado (t.a.), lo cual representa una desaceleración frente a lo observado tres meses atrás (1,4% t.a.). Al desagregar por rubros, se destaca la pérdida de dinamismo del consumo de los hogares, al pasar de 2,5% t.a. a 1,9% t.a. Adicionalmente, se presentaron fuertes caídas de las exportaciones y de la inversión residencial.

6. En el mercado laboral estadounidense, los registros de creación de empleo de marzo fueron favorables, con lo que la tasa de desempleo se ubicó en niveles bajos (5,0%) y cercana a la que los analistas y la Reserva Federal (Fed) estiman como de largo plazo. Con respecto a la variación anual de los precios, se observaron algunas caídas en el indicador de inflación básica (de 2,3% a 2,2%) y en el de inflación total (de 1,0% a 0,9%).
7. El comunicado de prensa del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Fed de su reunión de abril indicó que la economía y el mercado laboral habrían continuado recuperándose modestamente, aunque expresó que seguirían monitoreando cuidadosamente los riesgos provenientes de la fortaleza del dólar, de la debilidad en la demanda global y de la incertidumbre sobre la situación económica y financiera internacional. Adicionalmente sugirieron que proyectan que la inflación convergería más lentamente a la meta y que la normalización en la política monetaria sería más gradual que la anunciada a finales del año anterior.
8. En la zona del euro, los indicadores de febrero de las ventas al detal y de producción industrial, y de abril para la confianza de los consumidores y empresarios sugieren que la economía en el primer trimestre de 2016 habría continuado expandiéndose a un ritmo modesto. Con respecto a la variación de los precios, en marzo los indicadores de inflación anual total y básica no presentaron cambios significativos y continúan en niveles bajos (0,0% y 1,0%, respectivamente). En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo una política monetaria altamente expansiva.
9. En China los registros del PIB del primer trimestre de 2016 muestran una leve desaceleración del crecimiento frente a lo observado tres meses atrás, al pasar de 6,8% a 6,7%. Pese a esto, los registros de marzo de la inversión en activos fijos y de la producción industrial mostraron algunos incrementos frente a las tasas de crecimiento observadas a finales de 2015. Por su parte, la inflación anual en marzo se mantuvo en niveles bajos (2,3%).
10. En América Latina, las cifras de febrero de actividad real muestran un comportamiento mixto. En el caso de Perú se mantuvieron las tasas de expansión relativamente altas que se observan desde finales del año anterior, mientras que en Chile y México se sigue registrando un muy bajo dinamismo. Por su parte, en Brasil continuó la fuerte contracción que inició a comienzos de 2014. En Ecuador y Venezuela, aunque no hay cifras recientes, el fuerte deterioro de sus términos de intercambio y las condiciones menos holgadas del

financiamiento externo deberían hacer que la recesión por la que atraviesan se profundice.

11. Los registros de inflación a marzo en las economías de América Latina muestran algunas disminuciones frente a lo observado en los primeros dos meses del año, aunque se mantienen en niveles elevados. En Brasil, Chile y Perú continuó por encima de sus respectivos rangos meta, mientras que en México sigue en la parte baja del mismo.
12. En lo corrido del mes de abril se mantuvieron los bajos niveles de aversión al riesgo que se han observado desde finales de febrero, lo cual se vio reflejado en una reducción de los indicadores de volatilidad financiera. Adicionalmente, se presentó un debilitamiento del dólar estadounidense frente a la mayoría de monedas del mundo y siguió la recuperación de los índices accionarios. Por su parte, las tasas de los bonos soberanos de largo plazo de las principales economías desarrolladas continuaron bajas.
13. En este entorno, las primas de riesgo de América Latina han presentado fuertes disminuciones desde los máximos que alcanzaron a comienzos del año. De forma similar, las monedas de la región continuaron fortaleciéndose frente al dólar. En el caso del peso colombiano se registró una apreciación de 3,9% al pasar de un valor promedio de COP 3.134 por dólar en marzo a COP 3.011 por dólar en lo corrido de abril hasta el 26.

a. Exportaciones

14. En febrero el valor en dólares de las exportaciones registró una caída anual de 26,7%, debido a contracciones en las ventas externas de todos los grupos de bienes. Se destaca la fuerte caída en el grupo de bienes de origen minero (-40,6%). En lo corrido del año, las exportaciones han registrado una disminución de 31,2%, también con un importante retroceso en las ventas externas de bienes de origen minero (**Cuadro 1**).
15. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en marzo las exportaciones sin petróleo registraron una caída anual de 27,8%.

Cuadro 1. Comportamiento de las exportaciones en dólares

Febrero de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	-36,2%		
Bienes de origen agrícola	-6,6%	Café	-26,9%
Bienes de origen minero	-40,6%	Petróleo crudo	-57,4%
		Carbón	-18,5%
Resto de exportaciones*	-8,3%	Productos químicos	-16,2%
		Vehículos automotores	-33,4%
Acumulado Enero-Febrero de 2016			
Total	-31,2%		
Bienes de origen agrícola	-23,2%	Café	-36,1%
		Banano	-11,3%
Bienes de origen minero	-43,0%	Petróleo crudo	-54,2%
		Carbón	-30,8%
Resto de exportaciones	-10,7%	Productos químicos	-19,3%
		Artes gráficas y editorial	-34,4%

* Por destinos, se destaca en este rubro la caída de 39,1% hacia Ecuador. En contraste, se registró un aumento en las ventas externas de este rubro hacia Estados Unidos (28,4%) y la Unión Europea (43,0%). Fuente: DANE

b. Importaciones

16. En febrero el valor en dólares de las importaciones CIF registró una disminución anual de 24,5%, debido a reducciones en las compras externas de todos los grupos de bienes. Es notable la contracción en las importaciones de bienes de capital (-43,8%). En lo corrido del año, las importaciones han caído 26,3% (**Cuadro 2**).
17. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en marzo las importaciones CIF registraron una caída anual de 25,1%.

Cuadro 2. Comportamiento de las importaciones en dólares

Febrero de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
Total	-24,5%		
Bienes de capital	-43,8%	Equipo rodante de transporte	-34,3%
		Maquinaria industrial	-34,8%
Materias primas	-5,4%	Productos químicos y farmacéuticos	-17,2%
		Productos mineros	-24,5%
Bienes de consumo	-24,0%	Vehículos de transporte particular	-36,8%
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	-34,3%
Acumulado Enero-Febrero de 2016			
Total	-26,3%		
Bienes de capital	-41,7%	Equipo rodante de transporte	-78,5%
		Partes y accesorios de equipo de transporte	-35,5%
Materias primas	-14,9%	Productos químicos y farmacéuticos	-17,7%
		Productos mineros	-23,6%
Bienes de consumo	-18,8%	Vehículos de transporte particular	-27,3%
		Máquinas y aparatos de uso doméstico	-23,8%

Fuente: DANE

II. Proyecciones de variables externas

a. Escenarios de crecimiento externo

Escenario central o más probable (Cuadro 3)

18. En el presente Informe se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento para 2016 de los principales socios comerciales de Colombia frente a lo presentado en el Informe trimestral anterior. La proyección de crecimiento promedio del PIB de los socios comerciales (ponderada por comercio no tradicional) se redujo de 1,3% a 0,5%. Para 2017, si bien se espera alguna recuperación, la demanda externa del país se mantendría débil (1,1%).
19. La revisión para 2016 obedeció, principalmente, a que el desempeño económico de algunas economías de América Latina sería mucho más débil que el anticipado en el Informe de diciembre.
20. Es el caso de Venezuela, cuyo pronóstico fue revisado de -5,0% a -7,0% como consecuencia del efecto adverso de los bajos precios del petróleo en sus cuentas fiscales y externas, los indicios de que continúa la escasez de varios bienes de consumo y materias primas, y algunos problemas con el suministro de energía.

21. En Ecuador, la estimación de crecimiento para todo 2016 se revisó a la baja en dos puntos porcentuales (pp) a -2,5%. Lo anterior es el resultado de la consolidación fiscal que haría este país para ajustarse al fuerte choque de sus términos de intercambio, de la mayor dificultad para hallar financiamiento externo luego de la caída de sus ingresos externos y de la pérdida de competitividad de sus exportaciones por cuenta de la fortaleza del dólar. A todos estos factores se suma el impacto negativo del terremoto que golpeó a este país a comienzos de abril.
22. En Brasil, la consolidación fiscal que se debe adelantar, el deterioro del empleo y del ingreso disponible de los hogares y la profundización de la incertidumbre política, con sus efectos adversos sobre la confianza de empresarios, inversionistas y consumidores, harían que la contracción sea mayor que la prevista en el Informe trimestral anterior. De esta forma, el pronóstico para 2016 se redujo de -2,5% a -3,5%.
23. En los casos de Chile y México, se prevé que mantengan un bajo dinamismo frente al promedio de los registros de crecimiento de la última década, puesto que sus economías continúan ajustándose al fuerte choque que recibieron sus términos de intercambio y a la menor demanda externa. En Perú, se espera alguna recuperación frente a los registros de los dos últimos años, gracias a un mayor aporte de los sectores minero y pesquero.
24. En el caso de los Estados Unidos se revisó a la baja el pronóstico de crecimiento para todo 2016, como consecuencia de que el consumo privado mostró en el primer trimestre una tasa de expansión más lenta que la anticipada. No obstante, para lo que resta del año y para 2017 este rubro registraría un mayor dinamismo y se consolidaría como el principal motor de crecimiento económico, gracias a que los fundamentales del gasto de los hogares se mantendrían favorables. Esto ayudaría a compensar la moderación en la inversión no residencial y en las exportaciones netas, las cuales se han visto afectadas por la debilidad en la demanda externa, la fortaleza del dólar y la incertidumbre económica y financiera global.
25. En este contexto, se supone que la Fed continuaría incrementando su tasa de referencia durante el año, aunque lo haría a un ritmo menor al previsto en el Informe anterior. Dichos aumentos en la tasa se transmitirían ordenadamente a las tasas de mercado.
26. En la zona del euro, la recuperación de la economía continuaría lentamente, tal y como se esperaba en el Informe anterior. Las medidas adoptadas por el BCE

han permitido la recuperación de la confianza y han restablecido en alguna medida el canal del crédito, lo cual favorecería el consumo privado y la inversión. No obstante, la debilidad en la demanda mundial afectaría las exportaciones por fuera de la Unión Europea.

27. Las presiones inflacionarias en la zona del euro se mantendrían contenidas durante 2016, como consecuencia de los bajos precios de los combustibles, las escasas presiones de demanda y las bajas expectativas de inflación. En este contexto, no se descarta que el BCE amplíe las medidas de estímulo monetario.
28. En el caso de China, continuaría su proceso de rebalanceo hacia una economía soportada por un mayor dinamismo del consumo privado. En este contexto, se espera que las exportaciones y la inversión sigan moderando sus tasas de expansión desde los elevados niveles de años anteriores. No obstante, se prevé que este proceso será lento y que las medidas de estímulo por parte del gobierno y del banco central permitirán que la desaceleración no sea tan marcada.

Cuadro 3

Pronósticos de crecimiento económico para los principales socios comerciales de Colombia						
País o región	2016			2017		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	1,5	2,2	2,5	1,8	2,5	2,8
Zona Euro	0,8	1,6	2,0	0,4	1,6	2,0
China	5,8	6,4	6,8	5,6	6,2	6,6
Brasil	-4,7	-3,5	-2,3	-1,0	0,7	2,0
Ecuador	-5,0	-2,5	-0,5	-4,0	-2,0	0,0
Venezuela	-10,0	-7,0	-4,0	-7,0	-4,0	-1,0
Perú	2,5	3,5	4,0	3,0	4,0	5,0
México	2,2	2,4	2,6	2,0	2,8	3,3
Chile	0,8	1,8	2,4	1,5	2,5	3,5

b. Riesgos al escenario central

29. Una desaceleración más fuerte en China asociada a problemas con su estabilidad financiera, a sus elevados niveles de deuda o a salidas de capital ante un nuevo escenario de aversión al riesgo.
30. El alto nivel de deuda junto con el deterioro de su situación económica, las mayores tasas de interés externas y la depreciación de sus monedas, podría resultar en un problema de solvencia en algunas de las economías productoras

de bienes básicos. Esta situación se podría contagiar a los mercados financieros internacionales.

31. Incertidumbre política en los Estados Unidos y en la zona del euro.
32. La caída de los precios de los bienes básicos implícita en el escenario central del presente Informe afecta más que lo previsto el desempeño económico de los países exportadores y a las compañías productoras de estos bienes.
33. Se puede presentar una sobre-reacción de los mercados financieros ante la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos.
34. Problemas de estabilidad financiera en la zona del euro por cuenta de las tasas de interés negativas con potenciales efectos adversos sobre el crédito.

c. Proyección de la balanza de pagos

35. Para 2016 se proyecta un menor déficit en la cuenta corriente, tanto en dólares como relativa al PIB (alrededor de 5,9%, USD 15.948 m). Dicho pronóstico incorpora el efecto que tiene la caída adicional en el precio del petróleo en diferentes cuentas del balance externo, así como los efectos de una desaceleración en la actividad económica colombiana. En este sentido, se estima que el balance en el comercio de bienes continuaría siendo ampliamente deficitario, pero menor al registrado en 2014, en un escenario de contracción de las exportaciones, tanto tradicionales como no tradicionales, compensado por una importante reducción de las importaciones (**Cuadro 4**).
36. Con respecto a la proyección para el balance externo de 2016 presentada un trimestre atrás, se revisó a la baja el crecimiento de las exportaciones sin principales productos (resto), debido a la desaceleración en el crecimiento de la demanda externa, explicada, principalmente, por las menores estimaciones para las economías de la región, en particular para Venezuela y Ecuador. Adicionalmente, el pronóstico de importaciones es menor al presentado hace tres meses, dado el comportamiento que han mostrado las compras externas en el primer trimestre y la mayor desaceleración de la demanda interna para todo el año.
37. El desempeño de las ventas externas estará afectado por las menores previsiones de precios para todos los principales productos de exportación, compensado parcialmente con la recuperación de las exportaciones de derivados del petróleo, con la entrada en pleno en operación de Reficar a

mediados del año. En el caso del petróleo se estima un precio promedio de USD\$35 por barril para el Brent para todo el año. Para las exportaciones no tradicionales se estima una reducción de alrededor de 5%, principalmente por la desaceleración de la demanda externa de los socios comerciales, a pesar del efecto positivo que la depreciación del peso pueda tener sobre la demanda de estos bienes. Cabe señalar que para los bienes básicos se estiman variaciones anuales de los volúmenes exportados consistentes con las proyecciones de crecimiento de la producción de los mismos (-8% petróleo, -1% carbón, 5% ferroníquel y 0% café).

Cuadro 4

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2015	2016
		Central
CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)	-18.925	-15.948
<i>Porcentaje del PIB</i>	-6,5	-5,9
A. Bienes	-14.026	-13.403
a. Exportaciones	38.125	30.857
Principales productos	23.854	17.024
Resto de exportaciones	14.271	13.833
b. Importaciones	52.151	44.260
B. Servicios no factoriales	-3.981	-2.581
C. Renta de los Factores	-5.989	-5.084
D. Transferencias corrientes	5.071	5.119

38. De esta forma, en el escenario central las exportaciones de los principales productos caerían cerca de 29%, mientras que las exportaciones totales en dólares se contraerían 19,1%. Por su parte, las importaciones en dólares disminuirían frente a lo observado en 2015 (-15,1% anual), comportamiento relacionado con una importante reducción de las compras externas de bienes de consumo durable y de bienes de capital asociados a la industria minero-energética, una demanda interna menos dinámica, la sustitución de parte de las importaciones de combustibles con la entrada en operación de Reficar y reducciones adicionales de los precios en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios.
39. También se proyecta un déficit del comercio de servicios menor que el observado en 2015, por los efectos de la depreciación sobre el balance neto de algunos servicios como los empresariales y el turismo, y por la reducción de precios de servicios importados como el transporte de carga. Asimismo se estima una disminución en los egresos netos por renta de factores, asociado en particular a la menor remisión de utilidades, tanto del sector minero-energético como del resto de sectores.

40. En cuanto al financiamiento se espera que los flujos de capital sean menores a los de 2015, principalmente por la disminución en los recursos de inversión extranjera de portafolio, en un contexto de mejores condiciones para las economías avanzadas y la continuación en la normalización monetaria en los Estados Unidos. En particular, se estiman menores recursos derivados de la colocación de bonos, tanto del sector público como del privado, en los mercados internacionales, así como menores flujos de inversión de los extranjeros en el mercado de deuda pública local. Lo anterior estaría parcialmente compensado por mayores flujos netos de la inversión directa y de recursos del crédito externo (**Cuadro 5**).

Cuadro 5

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2015	2016
		Central
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C+D+E)	-19.201	-15.948
A. Inversión Extranjera Neta en Colombia	-7.890	-10.659
a. Extranjera en Colombia	12.108	13.659
b. Colombiana en el Exterior	4.218	3.000
B. Inversión de Cartera	-9.686	-1.534
a. Sector Público	-6.213	-2.256
b. Sector Privado	-3.473	722
C. Instrumentos Derivados	1.526	0
D. Otra inversión (préstamos y otros créditos)	-3.567	-4.328
a. Activos	-491	-457
b. Pasivos	3.076	3.871
E. Activos de Reserva	415	573
ERRORES Y OMISIONES	-276	0
Cuenta Financiera sin Activos de Reserva	-19.617	-16.521

41. Así, se prevé una inversión extranjera directa neta superior a la observada el año anterior, producto de menores recursos de IED para los sectores de petróleo y minería frente a las fuertes caídas en los precios de dichos *commodities*, que serían más que compensados por un aumento de los flujos hacia otros sectores resultado del dinamismo de la construcción de infraestructura, los recursos provenientes de la venta de Isagén y la menor inversión de colombianos en el exterior frente a lo observado en 2015.
42. Por su parte, los mayores recursos del crédito externo estarían asociados a un mayor endeudamiento del Gobierno Nacional Central con la banca multilateral, y a otros créditos del resto del sector público no financiero. Las obras de infraestructura de las 4G también demandarían algunos recursos de crédito adicionales.

43. El ejercicio de proyección de la balanza de pagos para 2016 es consistente con un escenario de menor crecimiento de la demanda interna y de un mayor aporte de las exportaciones netas al PIB. Lo anterior en un contexto de caídas adicionales de los términos de intercambio resultado de los menores precios de las exportaciones, compensados en parte por una reducción de los bienes importados por el país.
44. La incertidumbre sobre las condiciones y la disponibilidad de financiamiento, así como la sensibilidad de algunos flujos de capital a las perspectivas del sector minero-energético y de la actividad económica en general, determinan el rango de pronóstico para el déficit en cuenta corriente, el cual estaría entre 5,3% y 6,4% del PIB.

III. Crecimiento, demanda interna y crédito

45. De acuerdo con la información disponible sobre el desempeño de la actividad real, durante el primer trimestre de 2016 el ritmo de expansión de la economía colombiana habría sido menor que el registrado en los últimos tres meses del año pasado (3,1%).
46. Los pronósticos de PIB presentados en este informe contemplan un ajuste de la demanda, que se habría dado sobre todo por un menor nivel de gasto en inversión. El consumo privado habría mantenido su ritmo de crecimiento, mientras que el público se habría desacelerado frente a lo observado hacia finales de 2015. Adicionalmente, se proyectan caídas para las exportaciones e importaciones, lo cual es afín con las cifras de comercio exterior más recientes llevadas a pesos constantes.
47. En principio, al corregir por estacionalidad, la serie del Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) se expandió 3,2% en enero (frente a 3,2% del agregado del cuarto trimestre de 2015).
48. En los primeros dos meses del año los indicadores de consumo de los hogares mostraron señales mixtas. La Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) reveló un crecimiento anual de las ventas totales de 5,4% en febrero (4,3% para el bimestre enero-febrero), lo que significó una aceleración frente al registro del cuarto trimestre de 2015 (-0,4%).

49. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante registró una expansión de 6,9% frente al mismo mes del año pasado. Para el bimestre el crecimiento fue de 6,1%. En ambos casos el indicador sugiere una aceleración de la dinámica de este tipo de ventas con respecto a la cifra de finales de 2015 (4,9%).
50. Las ventas de automotores registraron disminuciones pero menores que las registradas en meses anteriores. En febrero las ventas de vehículos cayeron 2,6% anual, y en el bimestre 5,5%, lo que representa una recuperación frente al -24,5% observado para el cuarto trimestre del año pasado. No obstante, la serie sugiere un estancamiento en niveles similares a los observados en 2011 y 2012.
51. Algo similar señalan las cifras de matrículas publicadas por el Comité Automotor Colombiano. A marzo, las matrículas cayeron 20,0% anual. El agregado de los primeros tres meses del año lo hizo en 17,5%, menos que el registro del cuarto trimestre de 2015 (-25,2%). Este comportamiento se dio tanto en el renglón de uso particular (consumo) como en el de uso comercial (inversión).
52. La información proporcionada por otros indicadores con una alta correlación con la tasa de crecimiento del consumo privado, sugiere una desaceleración este componente del PIB durante el primer trimestre.
53. El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo nuevamente revela niveles históricamente bajos. El promedio del trimestre ha sido el más bajo desde que se tiene registro. Cabe señalar que la correlación entre las series de consumo y confianza de los consumidores se ha debilitado en los últimos trimestres.
54. Asimismo, la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República con corte a febrero también sugiere que en el primer cuarto del año el consumo privado habría tenido un ritmo de expansión algo menor que aquel observado para el último trimestre de 2015.
55. Adicionalmente, los indicadores de empleo más recientes muestran que el mercado laboral ha venido deteriorándose. Las series desestacionalizadas de la tasa de desempleo (TD) muestran una tendencia ascendente (más marcada para las trece áreas que para el total nacional), resultado en gran medida de una disminución de la tasa de ocupación (TO). Esto último se debe a una desaceleración del empleo catalogado como no asalariado. El empleo asalariado

y formal en las trece áreas sigue creciendo en términos anuales (1,6%), aunque menos que en el promedio del 2015 (4,1%).

56. Con respecto a la Formación Bruta de Capital, las cifras de importaciones de bienes de capital en pesos constantes y las cifras de registro de matrículas de vehículos de trabajo permiten prever contracciones en la inversión en maquinaria y equipo y en equipo de transporte durante el primer trimestre de 2016. Las obras civiles habrían caído resultado, en parte, de una base alta de comparación en el mismo periodo de 2015. En contraste, se espera un buen comportamiento de la inversión en construcción de edificaciones, jalonada, sobre todo, por aquella realizada en el sector residencial.
57. En materia de comercio exterior, las cifras de enero y febrero en pesos reales muestran retrocesos importantes, mayores para las importaciones que las exportaciones. Los ajustes más significativos se habrían dado en las compras externas de bienes de capital y de consumo durable, siendo esto consistente con el comportamiento que habría mostrado la demanda interna transable durante el primer trimestre.
58. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2016 presentan comportamientos dispares. Cifras relacionadas con sectores como la industria, ventas al por menor y café muestran un comportamiento favorable, mientras que algunos indicadores asociados con ramas de actividad como la minería reportaron un deterioro.
59. La industria presentó una expansión anual de 8,2% en febrero que se explica, en parte, por la apertura de Reficar que ha impulsado el renglón de refinación de petróleo (21,7%); este resultado se ubicó por debajo de lo esperado por la SGEE. En lo corrido del año, la industria total creció 7,9%. Al excluir la refinación de petróleo, la industria se expandió 5,7% en febrero y 5,0% en el año corrido. Es importante señalar que al corregir por días hábiles el aumento de las manufacturas sin refinación de petróleo se habría ubicado entre 1,5% y 4,0%.
60. Adicionalmente, las disparidades sectoriales se mantienen. Mientras que la coquización, refinación de petróleo, y mezcla de combustibles (21,7%), elaboración de bebidas (21,1%), fabricación de productos minerales no metálicos (11,5%), confección de prendas de vestir (10,7%) y fabricación de productos de plástico (7,0%) mostraron crecimientos importantes, otras ramas por el contrario reportaron contracciones como es el caso de elaboración de otros productos alimenticios (-4,1%), fabricación de maquinaria y equipo (-

10,0%), elaboración de azúcar y panela (-5,7%) y fabricación de vehículos automotores y sus motores (-8,5%).

61. De acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo a marzo, aunque el indicador de pedidos y el indicador de existencias (contracíclico a la producción) se deterioraron frente al mes anterior, los componentes tendenciales de cada uno de ellos apuntan a un mejor desempeño de la industria frente a los trimestres anteriores. Asimismo, las expectativas de producción a tres meses continuaron mostrando una importante recuperación.
62. En el sector agropecuario, de acuerdo con la Federación de Cafeteros en marzo la producción de café se situó en 944 mil sacos, lo que implicó un crecimiento anual de 18%. Así, durante el primer trimestre de 2016 se produjeron 3.174.000 sacos, lo que representa una expansión de 8,9%. De otro lado, aunque el sacrificio de ganado mostró un aumento en febrero (alrededor de 3,5%), en el bimestre enero-febrero se evidencia una desaceleración importante frente al trimestre anterior (de 3,3% a 1,9%). Cabe señalar que la incertidumbre sobre el ciclo de retención ganadera y el impacto que el fenómeno de El Niño tenga sobre el sacrificio es alta.
63. Con información a marzo, el sector minero mostró un importante deterioro. La producción de petróleo fue de 916 mil barriles diarios (mbd), con lo cual el primer trimestre cerró con una producción promedio de 951 mbd. El mes de marzo registró una contracción anual de 10,3% (4,2% frente a febrero) y el trimestre de 7,4%. Con esos resultados el desempeño del sector estuvo por debajo de lo previsto hace tres meses. En el caso del carbón, de acuerdo con cifras de Asociación Colombiana de Minería (ACM) durante el primer trimestre de 2016 la producción cayó 8%.
64. En construcción se destaca la desaceleración de la producción y los despachos de cemento, que en febrero crecieron 4,1% y 5,7%, respectivamente, luego del 7,8% y 6,2% durante el cuarto trimestre de 2015.
65. Por su parte, para el mes de marzo la demanda de energía total reportó una variación anual de 0,9% (el componente regulado se expandió en 3,0% y el no regulado cayó 2,6%). El componente tendencial refleja un estancamiento. Es importante señalar, que este dato estaría influenciado por la presencia de la Semana Santa y por el esfuerzo del país para ahorrar energía debido al impacto significativo del fenómeno de El Niño sobre el nivel de los embalses.

66. Todo lo anterior permite proyectar una expansión anual del PIB para el primer trimestre de 2016 menor que la que se observó para el último cuarto de 2015. Así, se espera un crecimiento situado entre 1,8% y 3,2%, con 2,5% como resultado más probable.
67. Para todo 2016 el equipo técnico del Banco de la República prevé una expansión anual del PIB que se ubicaría alrededor de 2,5%, algo por debajo del 2,7% presentado un trimestre atrás. El rango de pronóstico se mantuvo entre 1,5% y 3,2%.

IV. Comportamiento de la inflación y precios

68. La inflación anual al consumidor se situó en marzo en 7,98%, nivel superior en 39 pb al del mes anterior (**Cuadro 6**). Para el año corrido, el aumento del IPC ascendió a 3,55%, superior al 2,40% observado en igual período de 2015. La variación mensual del IPC fue de 0,94%, cifra superior a los pronósticos del mercado (0,68%) y de la SGEE.
69. En marzo, el incremento de la inflación anual fue nuevamente explicado por el IPC de transables sin alimentos ni regulados, el de los alimentos procesados y el de los regulados. Tanto la transmisión de la depreciación acumulada del peso como el fenómeno de El Niño, explican buena parte de las presiones alcistas que han enfrentado los precios al consumidor en el primer trimestre del año. A ello se suma los efectos de una mayor indexación.
70. La inflación básica medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco también aumentó, situándose en 6,29% en marzo frente a 6,07% de febrero. Todos los indicadores de inflación básica se incrementaron, siendo el de mayor nivel el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (6,57%) y el de menor nivel IPC sin alimentos ni regulados (5,91%). Por su parte, el IPC núcleo 20 se situó en 6,48% y el IPC sin alimentos en 6,20% (frente a 5,88% el mes anterior) (**Cuadro 6**).

Cuadro 6

Comportamiento de la inflación a marzo de 2016

Descripción	Ponderación							Participación en porcentaje en la aceleración del mes	Participación en porcentaje en la aceleración del año corrido
		dic-14	jun-15	dic-15	ene-16	feb-16	mar-16		
Total	100,00	3,66	4,42	6,77	7,45	7,59	7,98	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	3,26	3,72	5,17	5,54	5,88	6,20	57,48	58,64
Transables	26,00	2,03	4,17	7,09	7,39	6,97	7,38	25,17	5,29
No transables	30,52	3,38	3,98	4,21	4,46	4,86	4,83	-3,25	15,64
Regulados	15,26	4,84	2,55	4,28	5,02	6,35	7,24	35,56	37,72
Alimentos	28,21	4,69	6,20	10,85	12,26	11,86	12,35	42,52	41,36
Perecederos	3,88	16,74	10,73	26,03	31,31	27,42	27,09	9,55	12,56
Procesados	16,26	2,54	6,00	9,62	10,22	10,26	10,83	22,92	17,37
Comidas fuera del hogar	8,07	3,51	4,45	5,95	6,78	7,09	7,53	10,05	11,43
Indicadores de inflación básica									
Sin Alimentos		3,26	3,72	5,17	5,54	5,88	6,20		
Núcleo 20		3,42	4,24	5,22	5,56	6,25	6,48		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		2,76	4,54	5,93	6,13	6,41	6,57		
Inflación sin alimentos ni regulados		2,81	4,06	5,42	5,69	5,75	5,91		
Promedio indicadores inflación básica		3,06	4,14	5,43	5,73	6,07	6,29		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

71. Respecto al IPC de transables sin alimentos ni regulados, en marzo, su variación retomó una senda ascendente al situarse en 7,38% frente a 6,97% en febrero. La depreciación del peso que se acumuló entre julio de 2014 y febrero de este año, continuó transmitiéndose a los precios de estos rubros. Una de las alzas que más incidió fue la de las tarifas de servicios de telefonía.
72. Durante marzo, la variación anual de los no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo sin cambios importantes. Dentro de esta canasta, el grupo de los bienes y servicios más propensos a la indexación (servicios de salud y educación entre otros) registró un aumento pasando de 5,8% a 5,9%. Este segmento viene registrando incrementos de precios que estarían reflejando la activación de mecanismos de indexación con la inflación pasada y/o los aumentos en el salario mínimo y los demás salarios. Por su parte, los rubros afectados por el tipo de cambio (5,8%) y de arriendos (3,9%) no presentaron cambios de importancia, con respecto a febrero.
73. En los alimentos, luego de una pausa en febrero, la variación anual volvió a aumentar en marzo y se situó en 12,35% (frente a 11,86% en febrero). En esta oportunidad, fue el grupo de procesados el que más presiones al alza ejerció (pasando 10,26% en febrero a 10,83% en marzo, **Cuadro 6**). A este nivel se destacaron los ajustes en los precios de aceites y bebidas. Una parte importante de estos bienes son intensivos en productos agrícolas importados por lo que las alzas pueden atribuirse en buena parte a la depreciación acumulada del peso.
74. Por su parte, la variación anual del IPC de alimentos perecederos se mantuvo en 27,0%. De todas maneras, las alzas en precios respecto al mes anterior

siguieron siendo considerables, lo que sugiere que la oferta agropecuaria continúa seriamente afectada por el efecto del fenómeno de El Niño, que según informan las agencias meteorológicas internacionales, ya se está debilitando y desaparecería a mediados de este año. No obstante se espera que las menores siembras y la baja productividad generada por este fenómeno mantengan la variación anual de los alimentos perecederos en niveles altos.

75. Dentro del IPC sin alimentos, en marzo el aumento de los IPC de regulados y de transables sin alimentos ni regulados superó las previsiones de la SGEE. Para la primera sub canasta, la variación anual pasó de 6,35% en febrero a 7,24% en marzo y los incrementos se observaron en los principales rubros. En particular, en servicios públicos (que pasó de 12,9% a 14,0%) el impulso provino de las tarifas de acueducto, caso en el que se activó el mecanismo de indexación contemplado en las fórmulas de regulación del sector. Este mecanismo opera cada vez que se acumulan tres puntos porcentuales de inflación desde el reajuste inmediatamente anterior, el cual había sido en noviembre del año pasado.
76. De igual forma, en marzo volvieron a presentarse alzas significativas en las tarifas de energía eléctrica y de gas domiciliario. Las primeras debido a que siguieron afectadas por la escasez de lluvias, la depreciación, la indexación al IPC y al IPP y la salida de operación de la hidroeléctrica de Guatapé. Las segundas, por los cuellos de botella en transporte que persisten en el sector y por la mayor demanda para generación de energía térmica.
77. La variación anual del IPC de servicios de transporte público aumentó de 4,3% a 4,5% mientras que la de combustible pasó de -6,1% a -4,7%. En este último caso por una base de comparación estadística muy baja en marzo del año pasado, cuando se decretó una disminución mucho mayor en el precio de la gasolina de la que ocurrió en este año.
78. La variación anual de comidas fuera del hogar en marzo fue 7,53%, frente a 7,09% el mes anterior. En los últimos meses, este rubro habría incorporado los mayores costos atribuibles a los incrementos salariales y a las alzas en los precios de los alimentos y servicios públicos.
79. Por el lado de los costos no laborales, en marzo no aumentaron las presiones inflacionarias sobre la canasta al consumidor a juzgar por el comportamiento del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), cuya variación anual se situó en 8,6% en este mes frente al 11,0% de febrero. Esta reducción estuvo liderada por el componente importado, el

cual cayó a 11,5% en marzo desde un nivel de 19,4% en febrero de la mano con la reciente apreciación del peso. En cuanto a los bienes producidos y consumidos localmente, tampoco se habrían observado mayores presiones para los costos, pues su variación anual pasó de 7,5% en febrero a 7,3% en marzo.

80. Respecto a los costos laborales, con información a febrero y marzo, los ajustes continuaron superando la meta de inflación de manera importante, aunque a tasas menores que el ajuste el salario mínimo (a excepción de la industria). En el caso de los salarios de la construcción pesada, el ajuste a marzo se mantuvo en 4,7% anual y algo similar se observa con el indicador para la construcción de vivienda. Por su parte, el ajuste de los salarios del comercio aumentó de 5,6% en febrero a 5,9% en marzo, mientras que el de industria pasó de 6,1% a 8,9%.
81. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016, obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros, recogidas a comienzos de abril, aumentaron de 5,7% en marzo a 6,0% en abril. La inflación esperada a doce meses pasó de 4,41% a 4,54%, mientras que la de veinticuatro meses lo hizo de 3,77% a 3,81%. Por su parte, en promedio para lo corrido de abril (hasta el día 26) frente a los datos promedio de marzo, las inflaciones implícitas (Breakeven Inflation, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR aumentaron para los plazos a 2, 3 y 5 años (2 pb, 8 pb, y 4 pb), y la de 10 años se redujo (21 pb). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de abril a 2, 3, 5 y 10 años son 4,75%, 4,57%, 4,40% y 4,41%, respectivamente.