



# 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

DICIEMBRE DE 2015

## **I. Contexto externo y balanza de pagos**

1. En enero los términos de intercambio de Colombia se habrían reducido nuevamente, como consecuencia, principalmente, de una nueva caída del precio internacional del petróleo. La cotización del crudo Brent bajó 17,6% en lo corrido del mes al 26 de enero, en promedio, respecto a lo observado el mes anterior. Esta reducción se explica, en gran parte, por la perspectiva de que en los próximos meses aumentarían los excesos de oferta. Lo anterior como resultado del levantamiento de las restricciones a la exportación de crudo por parte de Irán, de la baja probabilidad de que los países de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) restrinjan su producción, y de algunos indicios de que la demanda global habría moderado aún más su ritmo de expansión. Adicionalmente, continúa existiendo una elevada cantidad de inventarios de crudo a nivel mundial.
2. Las cotizaciones del níquel y de otros metales exportados por algunos países de la región, también presentaron caídas respecto a lo observado el mes anterior, como consecuencia de las perspectivas de un debilitamiento en la demanda por estos bienes. Entretanto, el precio internacional del café mostró una reducción frente a diciembre y se mantiene en niveles inferiores a los observados en el mismo período de 2015.
3. Los registros más recientes de la actividad económica confirman el bajo crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2015 con respecto a lo observado en años anteriores.
4. En Estados Unidos las cifras a diciembre de las ventas al detal y de confianza del consumidor mantuvieron niveles favorables y apuntan a que el consumo privado sigue consolidándose como el principal motor de crecimiento. En contraste, la producción industrial y las exportaciones continuaron contrayéndose en términos anuales. En el mercado laboral, los registros de creación de empleo de diciembre fueron altos, con lo que la tasa de desempleo se mantuvo en 5,0%. Con respecto a la variación anual de los precios, se observaron algunos incrementos en el indicador de inflación básica (de 2,0% a 2,1%) y en el de inflación total (de 0,5% a 0,7%), aunque esta última continúa en niveles bajos.
5. El comunicado de prensa del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) en su reunión de enero sugirió

que continuaría con alzas graduales durante el año, aunque indicó que la fortaleza del dólar, la baja inflación y la incertidumbre sobre la situación económica y financiera global representan importantes riesgos para la normalización de la política monetaria.

6. En la zona del euro, los indicadores de diciembre de las ventas al detal, producción industrial y exportaciones sugieren que la economía se habría continuado expandiendo a un ritmo modesto en el último trimestre de 2015. Con respecto a la variación de los precios, en diciembre los indicadores de inflación total y básica no presentaron cambios significativos y continúan en niveles bajos (0,2% y 0,9% anual, respectivamente). En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) dio indicios de que en los próximos meses podría aumentar su estímulo monetario mediante la ampliación de los programas ya existentes.
7. En China, los registros del PIB del cuarto trimestre de 2015 muestran una desaceleración frente a lo observado tres meses atrás, al pasar de 6,9% a 6,8% anual. Con lo anterior, el crecimiento para todo 2015 fue 6,9%, lo cual es inferior al del año anterior (7,3%) y a la meta del gobierno (7,0%). Adicionalmente los indicadores a diciembre de producción industrial y de inversión en activos fijos moderaron nuevamente su ritmo de expansión. Por su parte, la inflación anual en diciembre se mantuvo en niveles bajos (1,6%). En este contexto, el banco central de China mantuvo una política monetaria expansiva y permitió que continuara la depreciación del yuan frente al dólar estadounidense.
8. En América Latina, las cifras de noviembre de actividad real muestran un comportamiento mixto. En el caso de Perú se observó alguna recuperación frente a lo observado durante la primera parte del año, mientras que en Chile y México las tasas de expansión siguen con un bajo dinamismo. Por su parte, la economía brasilera habría profundizado su recesión.
9. Para estas economías los registros de inflación a diciembre muestran un predominio de las tendencias al alza. En Chile y en Perú se observaron nuevos incrementos, permaneciendo por encima del rango meta de sus autoridades monetarias, lo cual propició incrementos en sus tasas de referencia. Por su parte, la inflación en Brasil sigue alta y con una marcada tendencia creciente. En contraste, en México se observó una nueva moderación de la variación anual de los precios, manteniéndose por debajo de 3%. Pese a esto, el banco central de este país incrementó su tasa de política.

10. En las últimas semanas se presentó una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, resultado, principalmente, de las perspectivas de un mayor debilitamiento de las economías emergentes, especialmente de China, de las salidas de capital de estos países y de la nueva caída en los precios de los bienes básicos. En este contexto, se presentó un fortalecimiento del dólar estadounidense frente a la mayoría de monedas del mundo y fuertes caídas de los índices accionarios. Adicionalmente se observó una reducción en las tasas de los bonos soberanos de largo plazo de las principales economías desarrolladas.
11. En el caso de América Latina, las primas de riesgo han seguido incrementándose durante enero y, para el caso de Brasil, Colombia y Perú, se ubican en los niveles más altos desde 2009. Por su parte, las monedas de la región retomaron su tendencia a debilitarse frente al dólar. En el caso del peso colombiano se registró una depreciación de 1,1% al pasar de un valor promedio de COP 3.248 por dólar en diciembre a COP 3.285 por dólar en lo corrido hasta el 26 de enero.

#### **a. Exportaciones e importaciones**

12. En noviembre de 2015 las exportaciones totales en dólares registraron una caída anual de 37,7%, explicada por un descenso en el valor exportado de los bienes de origen minero (-48,2%), de los bienes de origen agrícola (-17%) y del rubro resto de exportaciones (-21,6%). La caída en los bienes mineros se asocia a las menores exportaciones de petróleo (-56,8%) y refinados (-48,1%). Por su parte, en el grupo de bienes agrícolas, se registraron aumentos en las ventas externas de banano (17,2%) y flores (3,1%), pero una disminución en las exportaciones de café (-29,7%).
13. Dentro del resto de exportaciones se destacan las disminuciones en alimentos, bebidas y tabaco (-27,8%), productos químicos (-18,4%) y maquinaria y equipo (-44,6%). Por destinos, sobresalen en este rubro las caídas de 60,2% hacia Venezuela, 33% hacia Ecuador, 19,2% hacia la Unión Europea, 29,8% hacia Asia y 17,1% al resto de destinos. En contraste, se registró un aumento en las ventas de este grupo hacia los Estados Unidos (6,2%).
14. En el acumulado del año a noviembre de 2015 las exportaciones totales cayeron 35,3%. Esto se explica por las disminuciones en las ventas externas de bienes de origen minero (-46,8%), de bienes de origen agrícola (-0,6%) y del resto de productos (-11,8%). La variación negativa de las exportaciones de bienes de

origen minero se debió en gran parte al menor valor exportado de crudo (-50,4%), refinados (-58,5%) y carbón (-32,5%). Dentro del resto de exportaciones se destacan las caídas en alimentos y bebidas (-16,2%), minerales no metálicos (-24,6%) y artes gráficas (-17,5%). La leve caída en las exportaciones de bienes de origen agrícola obedece a los retrocesos en las ventas externas de banano (-3,6%) y flores (-5,9%).

15. En noviembre de 2015 las importaciones CIF en dólares cayeron 20,8% en términos anuales. Esta disminución está asociada a menores importaciones de bienes de capital (-26,3%), intermedios (-13,8%) y de consumo (-23,3%). En el caso de las de capital, la caída se explica por bienes de capital para la industria (-22,7%), materiales de construcción (-5,1%) y equipo de transporte (-38,9%). Las importaciones de bienes intermedios disminuyeron en razón del descenso en combustibles y lubricantes (-26,4%), materias primas para la industria (-8,9%) y materias primas para la agricultura (-10%). La caída de las de bienes de consumo se debe a las menores compras de bienes durables (-29,4%) y no durables (-16,5%).
16. En lo corrido del año a noviembre las importaciones CIF cayeron 14,8%. Esta caída se explica por las disminuciones en bienes intermedios (-16,9%), de capital (-12,7%) y de consumo (-13,7%). El comportamiento de las primeras se asocia en mayor grado al decrecimiento de 34,6% en combustibles y lubricantes y de 11,1% en materias primas para la industria. Dentro de bienes de capital, la mayor contribución a la disminución la tuvieron bienes de capital para la industria (-13,1%), equipo de transporte (-13,1%) y materiales de construcción (-9,7%). Las importaciones de bienes de consumo durable tuvieron una variación de -19,5% y las de bienes no durables -7,2%.

## **II. Proyecciones de variables externas**

### **a. Escenarios de crecimiento externo**

#### **Escenario central o más probable (Cuadro 1)**

17. En el presente Informe se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento para 2016 de los principales socios comerciales del país frente a lo presentado en el Informe trimestral anterior. De esta forma, la proyección de la expansión anual promedio del PIB de los socios comerciales de Colombia (ponderada por comercio no tradicional) pasó de 1,7% a 1,3%.

18. Esta revisión obedeció, principalmente, a que el desempeño económico de América Latina para 2016 sería más débil que el anticipado en el Informe de septiembre. En el caso de Chile, México y Perú, se espera que la recuperación sea más lenta, como consecuencia de que los precios de los bienes básicos permanecerían bajos y de que la demanda por parte de sus principales socios comerciales sería modesta. En el caso de Brasil, la contracción de su economía sería más profunda, resultado de la pérdida del grado de inversión y de los bajos niveles de confianza de inversionistas y consumidores. Finalmente, en Venezuela continuaría la recesión, como consecuencia de los bajos precios internacionales del petróleo.
19. En el caso de Estados Unidos se revisó levemente a la baja el pronóstico de crecimiento para todo 2016, como consecuencia de que la incertidumbre global y la apreciación del dólar tendrían un efecto mayor que el esperado sobre las exportaciones netas y sobre la inversión no residencial. Pese a esto, se espera que la expansión de esta economía continúe y que sea soportada por el buen dinamismo del consumo privado, dado que los factores fundamentales siguen siendo favorables.
20. La inflación en los Estados Unidos durante 2016 se mantendría por debajo de la meta de largo plazo de la Fed (2,0%), como consecuencia de la nueva caída de los precios de los bienes básicos, especialmente de los combustibles, y de la fortaleza del dólar. En este contexto, la Fed incrementaría su tasa de referencia de forma muy gradual durante el año. Se espera que esta medida se transmita ordenadamente a las tasas de mercado.
21. 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, se espera que las exportaciones por fuera de la Unión Europea no impulsen el crecimiento de la región ante la debilidad en la demanda mundial.
22. Las presiones inflacionarias se mantendrían contenidas durante 2016, como consecuencia de los bajos precios de los combustibles, de las escasas presiones de demanda y de las modestas expectativas de inflación. En este contexto, no se descarta que el BCE aumente las medidas existentes de estímulo monetario.
23. En el caso de China, se espera que el crecimiento continúe en su proceso de rebalanceo hacia una economía soportada por un mayor dinamismo del

consumo privado. Así, las exportaciones y la inversión seguirían moderando sus tasas de expansión desde los elevados niveles de años anteriores. Pese a esto, se confía en que las medidas de estímulo por parte del gobierno y del banco central permitan que la desaceleración no sea marcada.

## b. Exportaciones e importaciones

### Riesgos al escenario central

24. Una desaceleración más fuerte en China asociada con problemas de estabilidad financiera.
25. El alto nivel de deuda en los países emergentes, 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 estas economías. Esta situación se podría contagiar a los mercados financieros internacionales.
26. La incertidumbre política en Estados Unidos y en la zona del euro.
27. La nueva caída de los precios de los bienes básicos afecta más que lo previsto el desempeño económico de los países exportadores de estos bienes.
28. Se presenta una sobrerreacción de los mercados financieros a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

**Cuadro 1**

<b>Pronósticos de crecimiento económico para los principales socios comerciales de Colombia</b>						
<b>País o región</b>	<b>2015</b>			<b>2016</b>		
	<b>Bajo</b>	<b>Central</b>	<b>Alto</b>	<b>Bajo</b>	<b>Central</b>	<b>Alto</b>
<b>EEUU</b>	2,3	2,5	2,7	1,8	2,5	2,8
<b>Zona Euro</b>	1,3	1,5	1,7	0,8	1,6	2,0
<b>China</b>	6,8	6,9	7,0	6,0	6,4	6,8
<b>Brasil</b>	-4,0	-3,7	-3,3	-3,5	-2,5	-2,0
<b>Ecuador</b>	-0,3	0,1	0,4	-2,0	-0,5	0,5
<b>Venezuela</b>	-	-9,0	-8,0	-	-5,0	-3,0
<b>Perú</b>	10,0			10,0		
	2,5	2,8	3,1	2,5	3,5	4,0

<b>México</b>	2,2	2,4	2,6	2,0	2,8	3,3
<b>Chile</b>	1,9	2,1	2,3	1,0	2,5	3,5

### c. Proyección de la balanza de pagos

29. El déficit en la cuenta corriente acumulado al tercer trimestre de 2015 fue de 6,6% del PIB (USD 14.469 m), mayor al observado en los tres primeros trimestres del año anterior (4,7%, USD 13.222 m). Esta ampliación, como porcentaje del PIB, se explica en 0,2 puntos porcentuales (pp) por el mayor déficit en dólares y en 1,7 pp por el efecto de la depreciación del peso en la medición del PIB nominal en dólares.
30. En el presente informe se estima un déficit de la cuenta corriente para todo 2015 superior a lo proyectado en el pasado informe trimestral (6,2%), manteniéndose por encima, como porcentaje del PIB, al registrado en 2014. Así, en el escenario más probable, el déficit de la cuenta corriente estaría alrededor de 6,5% del PIB para todo el año (**Cuadro 2**). Este resultado es una reducción del déficit en dólares a USD 19.143 m (de USD 19.567 m en 2014), contrarrestada por el efecto de valoración del PIB en dólares de 1,8 pp, dada la depreciación observada para el promedio del año (37,1%).
31. El mayor déficit esperado está asociado, principalmente, a los efectos sobre la balanza comercial de la prolongación de la tendencia bajista del precio del petróleo observada en el cuarto trimestre del año, y del menor dinamismo del comercio con Venezuela y Ecuador en la segunda mitad del año.
32. En el cuarto trimestre las exportaciones de bienes se han visto nuevamente afectadas por el comportamiento de los precios de los productos básicos. En este periodo, los precios del petróleo, el café, el ferróniquel y el carbón estuvieron por debajo de lo estimado para el último cuarto del año, acentuando la caída en las exportaciones tradicionales prevista un trimestre atrás. Así, en el escenario central las exportaciones de los principales productos caerían cerca de 42% (en dólares).
33. De igual forma el pronóstico de exportaciones de productos industriales sugiere una mayor contracción de estas ventas con respecto al informe anterior, dado que la caída de las exportaciones a Ecuador y a Venezuela ha sido mayor a la esperada, lo que se suma a una débil demanda desde los Estados Unidos y el resto de destinos.

34. Por su parte, se estima una significativa reducción de las importaciones para el cuarto trimestre, resultado de una demanda interna menos dinámica respecto a un año atrás, el efecto de la depreciación del peso, y la reducción generalizada de los precios internacionales en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios (combustibles y derivados); comportamiento que se ha venido observando con los datos de comercio disponibles a noviembre.
35. Adicionalmente, la información preliminar publicada por la DIAN sugiere una importante caída en diciembre de las importaciones en términos anuales (-24,9%), lo que confirma la tendencia observada durante el año. Así, se estima una contracción anual de las importaciones para el cuarto trimestre de 21,4%, lo que implica una reducción de 15,4% para todo 2015.
36. La caída de las compras externas estará acompañada de un menor déficit en la balanza de servicios, resultado de los efectos positivos de la tasa de cambio sobre este tipo de exportaciones y la reducción de importaciones asociadas a los servicios de fletes y turismo.
37. Igualmente se esperan menores egresos netos por renta de factores, dada la caída en las utilidades del sector minero-energético, y los efectos de la depreciación y la desaceleración económica sobre el resto de sectores.
38. Dado todo lo anterior, la estimación del déficit en cuenta corriente de 6,5% del PIB para 2015 supone un ajuste del déficit en el último cuarto del año (alrededor de 6,3% del PIB) debido al comportamiento observado de las importaciones, la reducción del déficit en servicios y renta, y un aporte adicional de las transferencias corrientes por el crecimiento de las remesas de trabajadores que se ha venido observando en los últimos meses.

## **Cuadro 2**

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2014	2015
		Central
<b>CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)</b>	<b>-19.567</b>	<b>-19.130</b>
<i>Porcentaje del PIB</i>	<i>-5,2</i>	<i>-6,5</i>
<i>Porcentaje del PIB (TRM 2014)</i>		<i>-4,7</i>
<b>A. Bienes</b>	<b>-4.598</b>	<b>-14.075</b>
a. Exportaciones	57.012	38.025
Principales productos	41.019	23.808
Resto de exportaciones	15.993	14.217
b. Importaciones	61.610	52.099
<b>B. Servicios no factoriales</b>	<b>-6.657</b>	<b>-3.784</b>
<b>C. Renta de los Factores</b>	<b>-12.671</b>	<b>-6.485</b>
<b>D. Transferencias corrientes</b>	<b>4.359</b>	<b>5.214</b>

39. En términos del financiamiento, para el último trimestre del 2015 se espera que los flujos de inversión extranjera directa hacia la actividad minero-energética sean aún menores a los observados en lo corrido hasta septiembre, como consecuencia del panorama de precios. Para el resto de sectores se estiman mayores recursos para el cuarto trimestre frente a lo observado en el trimestre anterior, pero se mantendrían en niveles bajos en comparación con un año atrás. Así, para todo 2015 se estima una reducción de alrededor del 25% para la IED en Colombia.
40. Por su parte, los flujos de inversión de cartera o portafolio continúan siendo menores a los registrados un año atrás, cuando se dio la recomposición de los índices de deuda pública emergente de JP Morgan en favor de los títulos colombianos. Lo anterior ha sido parcialmente compensado por mayores recursos provenientes de otra inversión, en particular créditos obtenidos por el sector público no financiero (**Cuadro 3**).

### Cuadro 3

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2014	2015
		Central
<b>CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C+D+E)</b>	<b>-19.903</b>	<b>-19.633</b>
<b>A. Inversión Extranjera Neta en Colombia</b>	<b>-12.426</b>	<b>-8.169</b>
a. Extranjera en Colombia	16.325	12.111
b. Colombiana en el Exterior	3.899	3.942
<b>B. Inversión de Cartera</b>	<b>-11.654</b>	<b>-7.232</b>
a. Sector Público	-15.428	-6.428
b. Sector Privado	3.774	-805
<b>C. Instrumentos Derivados</b>	<b>268</b>	<b>1.482</b>
<b>D. Otra inversión (préstamos y otros créditos)</b>	<b>-528</b>	<b>-6.126</b>
a. Activos	1.820	-461
b. Pasivos	2.348	5.665
<b>E. Activos de Reserva</b>	<b>4.437</b>	<b>412</b>
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>-335</b>	<b>-504</b>
<b>Cuenta Financiera sin Activos de Reserva</b>	<b>-24.339</b>	<b>-20.046</b>

41. Para el 2016 se proyecta un menor déficit en la cuenta corriente, tanto en dólares como relativo al PIB (alrededor de 6,0%). 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 moderada en la actividad económica colombiana. De esta manera, se estima que el déficit en el comercio de bienes continuaría siendo importante en un escenario de contracción de las exportaciones tradicionales, compensado parcialmente por la recuperación de las exportaciones no tradicionales y la reducción de las importaciones.
42. Así, el desempeño de las ventas externas estará afectado por las menores previsiones de precios para todos los principales productos de exportación (en el caso del petróleo se estima un precio promedio de US\$35 bl para el Brent). Lo anterior sería contrarrestado en parte por la recuperación de las exportaciones de derivados del petróleo, con la entrada en pleno en operación de Reficar a mediados del año.
43. Adicionalmente, se supone una ligera aceleración en el crecimiento de la demanda externa, explicada en particular por los resultados previstos para los socios comerciales no petroleros. Esto, sumado a la depreciación esperada del peso colombiano, impulsaría las ventas externas de los productos industriales.
44. De esta forma, en el escenario central las exportaciones de los principales productos caerían cerca de 29%, mientras las exportaciones totales en dólares se contraerían en 16,5%.

45. Por su parte, las importaciones en dólares se contraerían frente a lo observado en 2015 (-13,9% anual), comportamiento asociado a la depreciación del peso, a la importante reducción de la compra externa de bienes de consumo durable y de bienes de capital asociados a la industria minero-energética, a una demanda interna menos dinámica y 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.
46. Para el déficit de la balanza de servicios se proyecta una reducción adicional a la observada en 2015, impulsada por los efectos de la depreciación sobre el balance neto de algunos servicios como los empresariales y el turismo, y la reducción de precios de servicios importados como el transporte de carga. Asimismo se estima una disminución en los egresos netos por renta de factores, asociada, en particular, a la menor remisión de utilidades del sector minero-energético.
47. En cuanto al financiamiento, se espera que los flujos de capital sean menores a los estimados para el 2015, afectados por la reducciones adicionales en los planes de inversión del sector minero-energético y los menores flujos estimados de la inversión extranjera de portafolio, en un contexto de mejores condiciones para las economías avanzadas y la continuación de la normalización monetaria en los Estados Unidos. Así, se proyecta una inversión extranjera directa neta inferior a la observada el año anterior, producto en especial de menores recursos de IED para los sectores de petróleo y minería frente a las fuertes caídas en los precios de dichos commodities, compensada parcialmente por un ligero aumento de los flujos hacia otros sectores, resultado del dinamismo de la construcción de infraestructura y los recursos provenientes de la venta de ISAGEN.
48. También se espera menos financiamiento neto por recursos de inversión de cartera respecto al año anterior, dado una menor estimación de flujos de capital extranjero hacia el mercado de deuda pública local y una disminución en la colocación de bonos en los mercados internacionales por parte, tanto del sector público como privado. Asimismo, los recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos) se reducirían frente a los registrados en 2015, en particular por el endeudamiento neto del sector público.
49. 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 5,4% y 6,5% del PIB.

### **III. Crecimiento, demanda interna y crédito**

50. La información más reciente sobre el desempeño de la actividad real indica que en el cuarto trimestre de 2015 la economía colombiana se expandió a un ritmo similar al registrado durante el tercero.
51. Entre octubre y diciembre el consumo privado se habría desacelerado de manera importante, como consecuencia del mal comportamiento del gasto en bienes durables y semidurables. El consumo público, por su parte, habría presentado una expansión baja, similar al registrado en promedio para los primeros tres trimestres del año. Para el caso de la inversión, el gasto en bienes de capital transables (equipo de transporte y maquinaria para la industria) habría profundizado su caída, mientras que el destinado a la construcción de obras civiles habría aportado a la expansión del producto. Las exportaciones netas habrían contribuido positivamente al crecimiento económico, en la medida que las importaciones reales se habrían contraído a un ritmo superior al de las exportaciones (afín con el comportamiento de la demanda interna importada).
52. Según la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), las ventas minoristas de noviembre se contrajeron 0,7% frente al mismo mes de 2014 (-0,7% bimestre octubre-noviembre). Esta cifra representó una desaceleración con respecto al registro del tercer trimestre (4,3% anual).
53. Los resultados son mejores cuando se descuentan las ventas de vehículos. Para el agregado restante el incremento fue de 4,9% anual en noviembre (5,4% para el bimestre). A pesar del mejor desempeño, se observó una desaceleración con respecto al registro del tercer trimestre, periodo en el cual la serie creció 8,3% anual.
54. Las ventas de automotores registraron fuertes caídas. En noviembre el índice de ventas de vehículos se redujo 23,8% frente al mismo mes del año pasado (-25,5% anual para el bimestre octubre-noviembre), lo que representó un peor desempeño con respecto al tercer trimestre (-10,5%). Cabe señalar que se tiene una alta base de comparación en el mismo periodo de 2014, pues en dicho mes se llevó a cabo el XIV Salón del Automóvil en Bogotá.

55. Por su parte, las cifras de registros de matrículas publicadas por el Comité Automotor Colombiano revelaron una reducción anual de 18,3% en noviembre y de 23,9% para el bimestre octubre-noviembre. Al clasificar por uso final del vehículo, las disminuciones se dieron en el renglón de uso particular (consumo) y en el de uso comercial (inversión), mayores en el segundo caso que en el primero.
56. Otros indicadores auxiliares, que guardan una alta correlación histórica con la tasa de crecimiento del consumo privado, arrojan señales mixtas. Por un lado, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de diciembre retrocedió frente a los registros de octubre y noviembre, y se ubicó nuevamente en niveles cercanos a los observados a mediados de 2015, significativamente por debajo de su promedio calculado desde 2001. Así las cosas, el promedio del ICC para el cuarto trimestre permite prever un desempeño mediocre del consumo de los hogares durante dicho periodo.
57. En contraste, la información a noviembre de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República indica que el consumo privado habría registrado un buen ritmo de expansión durante el cuarto trimestre de 2015.
58. Adicionalmente, el desempeño reciente de los indicadores de empleo sugiere que el mercado laboral comenzó a reaccionar de manera paulatina a la desaceleración económica. En noviembre, corrigiendo por estacionalidad, la tasa de desempleo reveló una leve tendencia ascendente. A pesar de ello, el número de ocupados mostró alguna recuperación, liderada por el comportamiento de los trabajadores asalariados. Las estimaciones y pronósticos del equipo técnico muestran que la brecha del mercado laboral se habría hecho positiva durante 2015 y que seguiría ampliándose en 2016.
59. Con respecto a la Formación Bruta de Capital, las cifras de importaciones de bienes de capital (en términos reales) y las cifras de registro de matrículas de vehículos de trabajo sugieren que durante el cuarto trimestre de 2015 se habrían profundizado las contracciones del gasto en inversión en maquinaria y equipo, y en equipo de transporte. En contraste, la inversión en obras civiles habría contribuido de manera positiva a la expansión del PIB.
60. En materia de comercio exterior, las cifras de exportaciones en dólares publicadas por el DANE con corte a noviembre muestran retrocesos

importantes. Cuando se llevan a pesos constantes también se aprecian caídas de menor magnitud, aunque mayores que las registradas en el tercer trimestre.

61. Algo similar habría sucedido en el caso de las importaciones. Las cifras en dólares también registraron fuertes contracciones en octubre y noviembre. Al convertirlas a pesos constantes también se obtienen caídas de magnitud importante, incluso mayores que para el caso de las exportaciones. Los ajustes más fuertes se habrían dado en los renglones de bienes de capital y de consumo durable, siendo esto consistente con el comportamiento que habría mostrado la demanda interna transable durante el cuarto trimestre.
62. Por el lado de la oferta, los indicadores sugieren comportamientos dispares. Aunque se observó un repunte de la industria y un significativo aumento de la producción cafetera, la desaceleración del comercio y la caída de la minería restarían al crecimiento.
63. Los indicadores disponibles para la industria muestran una recuperación del sector. La variación anual del índice IPI para el mes de noviembre fue de 4,8%, en donde se destaca el aumento de 17,4% de la sub-rama de refinación de petróleo. Al excluir esta última, las manufacturas restantes se expandieron anualmente 2,6%. Los componentes tendenciales, tanto de la industria total como sin refinación, muestran una pendiente ascendente.
64. Con información a diciembre, la encuesta de Fedesarrollo mostró un leve aumento del indicador de pedidos y una reducción de las existencias que apuntan a que la recuperación continuaría. No obstante, las expectativas a tres meses cayeron. Cabe señalar que la volatilidad del indicador de expectativas ha aumentado en el último año y el componente tendencial se mantiene estable, por lo que es difícil tener certeza del rumbo de la percepción de los industriales. La confianza industrial en diciembre mejoró frente a noviembre.
65. En cuanto a la actividad agropecuaria, con información a noviembre el sacrificio de ganado mostró una expansión de 2,9% anual. El bimestre octubre-noviembre se aceleró frente al tercer trimestre (3,0% vs 2,2%). Por otro lado, la producción de café con información a diciembre, se situó por encima del millón de sacos de 60 kg (1.454.000), lo que implicó un significativo crecimiento (33,9%). En términos trimestrales se observó una aceleración en el cuarto trimestre (25,6% vs 14,7%). Al cierre del año, la producción fue de 14.175.000 de sacos que representa un aumento anual de 16,8%.

66. En la construcción, los pocos indicadores disponibles muestran comportamientos mixtos. Mientras que la producción de cemento se aceleró en el bimestre octubre-noviembre frente al tercer trimestre (8,0% vs 5,3%), los despachos disminuyeron su ritmo de expansión (4,6% vs 7,5%). Por su parte, las licencias de construcción mostraron un escaso crecimiento en el acumulado doce meses a noviembre (1,6%). Es importante resaltar que el licenciamiento de oficinas y locales comerciales se está contrayendo.
67. Respecto a la minería, la producción de petróleo, aunque mejoró frente al trimestre anterior, continuó mostrando una contracción durante el cuarto trimestre de 2015 (1,1%). De acuerdo con la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), la producción de petróleo en diciembre se ubicó en 993 mil barriles diarios. Con todo ello, la producción del año se sostuvo por encima del millón de barriles diarios (1.003.000). En el caso del carbón, según las cifras de la Asociación Colombiana de Minería la producción en lo corrido del año a noviembre se situó en 72.3 millones de toneladas. Esto implicó una caída de 1,5% frente al mismo periodo del año anterior. En el bimestre octubre-noviembre, la variación anual es -0,8%. Cabe señalar, que estas cifras representan el 92% de la producción nacional.
68. Por último, el comercio mostraría una desaceleración debido a lo anteriormente mencionado en relación con las ventas al por menor y las ventas de vehículos. Adicionalmente, en la encuesta de Fedesarrollo aunque los comerciantes señalaron leves mejorías respecto a noviembre tanto en su percepción de la situación actual del negocio como de su situación futura, los componentes tendenciales muestran un deterioro.
69. De esa forma, en el cuarto trimestre los sectores más dinámicos serían la industria y la agricultura. El sector minero registraría una contracción anual.
70. Por último, el índice de seguimiento a la economía (ISE) registró un crecimiento anual de 3,3% en octubre, cifra algo por encima que lo observado para el agregado del tercer trimestre (3,0%). A pesar de ello, la información es aún muy preliminar para definir un pronóstico de crecimiento del PIB a partir solamente de este indicador.
71. Así las cosas, toda la información anterior permite prever que el crecimiento anual del PIB del cuarto trimestre se habría situado entre 2,6% y 3,6%, con 3,1% como cifra más probable. Para todo el año se prevé un crecimiento de 3,0% contenido en un rango entre 2,8% y 3,2%.

72. Para 2016 se revisaron a la baja el punto medio y el rango de pronóstico de crecimiento económico. En este informe se prevé una tasa de expansión anual del PIB que se ubicaría entre 1,5% y 3,2%, con cifra más probable de 2,7%. La reducción en el pronóstico central se explica por una revisión a la baja en los términos de intercambio del país, una demanda externa menor que la prevista hace un trimestre, el aumento de las primas de riesgo país que implican un mayor costo de financiamiento externo. A nivel interno se redujeron los pronósticos de consumo público y se estima un menor poder adquisitivo de los hogares. Respecto al rango, este está sesgado a la baja para tener en cuenta los riesgos que enfrenta el crecimiento de los socios comerciales y el precio de los bienes básicos, entre otros.
73. Estos pronósticos suponen que una parte importante de los efectos de los choques observados a lo largo de 2015, se transfieran a la demanda en el año 2016.

#### **IV. Comportamiento de la inflación y precios**

74. En diciembre de nuevo la inflación anual al consumidor aumentó de manera importante, superando lo previsto por los analistas del mercado y por la SGEE (**Cuadro 4**). El dato de este mes fue 6,77%, mayor en 38 puntos base (pb) el registro de noviembre. La variación mensual fue de 0,62% frente a 0,54% previsto por los analistas del mercado en promedio.
75. Como viene sucediendo desde meses atrás, en diciembre las mayores presiones inflacionarias se concentraron en los segmentos de alimentos y transables (sin alimentos ni regulados).
76. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco continuó su tendencia ascendente y cerró en diciembre en 5,43%. No obstante, en esta oportunidad el incremento fue significativamente menor (3 pb por encima del registro de noviembre) que el observado en meses anteriores. El nivel actual es el más alto desde febrero de 2009. Mientras el núcleo 20 y el IPC sin alimentos y regulados retrocedieron, el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos y el IPC sin alimentos aumentaron. Este último se situó en 5,17%, 12 pb más que el dato de noviembre (**Cuadro 4**).

#### **Cuadro 4**

## Comportamiento de la inflación a diciembre de 2015

Descripción	Ponderación							Participación	Participación
		dic-14	mar-15	jun-15	oct-15	nov-15	dic-15	en porcentaje en la aceleración del mes	en porcentaje en la aceleración del año corrido
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>3,66</b>	<b>4,56</b>	<b>4,42</b>	<b>5,89</b>	<b>6,39</b>	<b>6,77</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>3,26</b>	<b>3,46</b>	<b>3,72</b>	<b>4,75</b>	<b>5,05</b>	<b>5,17</b>	<b>23,04</b>	<b>43,73</b>
Transables	26,00	2,03	3,46	4,17	6,42	6,92	7,09	11,59	37,82
No transables	30,52	3,38	3,56	3,98	4,34	4,39	4,21	-14,46	8,55
Regulados	15,26	4,84	3,25	2,55	3,14	3,66	4,28	25,91	-2,64
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>4,69</b>	<b>7,37</b>	<b>6,20</b>	<b>8,80</b>	<b>9,81</b>	<b>10,85</b>	<b>76,96</b>	<b>56,27</b>
Perecederos	3,88	16,74	21,57	10,73	21,54	23,31	26,03	27,25	14,67
Procesados	16,26	2,54	5,99	6,00	7,39	8,56	9,62	42,66	34,65
Comidas fuera del hogar	8,07	3,51	3,59	4,45	5,28	5,67	5,95	7,04	6,94
<b>Indicadores de inflación básica</b>									
Sin Alimentos		3,26	3,46	3,72	4,75	5,05	5,17		
Núcleo 20		3,42	3,70	4,24	4,94	5,23	5,22		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		2,76	3,95	4,54	5,54	5,85	5,93		
Inflación sin alimentos ni regulados		2,81	3,52	4,06	5,21	5,45	5,42		
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>		<b>3,06</b>	<b>3,65</b>	<b>4,14</b>	<b>5,11</b>	<b>5,40</b>	<b>5,43</b>		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

77. Dentro del IPC sin alimentos, las presiones al alza provinieron de los regulados y los transables, mientras que el componente no transables se desaceleró.
78. El aumento de la variación anual del IPC de regulados fue de consideración (de 3,66% en noviembre a 4,28% en diciembre) y se concentró en los servicios públicos, tanto acueducto como energía. En el primer caso, el incremento nuevamente fue resultado de la activación del mecanismo de indexación contemplado por la fórmula de regulación, y según el cual cada vez que se acumula 3,0% de inflación desde el último reajuste, se autoriza un incremento de dichas tarifas en una magnitud similar. En el caso de la energía, el mayor costo de generación de las térmicas, por efecto de El Niño, explicaría el aumento.
79. Los otros dos componentes del IPC de regulados – combustibles y transporte – no registraron alzas de importancia. La variación anual de los combustibles siguió siendo negativa (-7,35%) pese a la depreciación acumulada del peso, resultado de las disminuciones decretadas por el Gobierno a comienzos de año y por el descenso en el precio internacional del petróleo. El transporte se mantuvo relativamente estable en 3,3%; sin embargo se espera un significativo repunte en este rubro a partir de febrero de 2016 como consecuencia de las alzas decretadas para la capital en las tarifas de Transmilenio y el SITP.
80. La depreciación del peso continuó generando alzas en el IPC de transables sin alimentos ni regulados en diciembre, como sucedió a lo largo del todo el año. En este mes la variación anual del IPC de esta sub-canasta fue 7,09%, 17 pb por encima del registro de noviembre y 506 pb más que lo observado en diciembre de 2014.

81. Desde mediados de 2014 y hasta diciembre de 2015 el peso acumuló una depreciación de 74,6% frente al dólar; en el mismo lapso, el IPC de transables sin alimentos ni regulados acumula un alza de 8,0%. Así, al cierre de 2015, la transmisión de la depreciación del peso al componente transable del IPC era cercana al 11,0%, siendo superior a aquella observada en los dos períodos de depreciación precedentes (2006 con 10% y 2009 con 6%) pero menor a la registrada en 2003 (con 32%).
82. En los últimos meses, las alzas han sido generalizadas en los rubros que componen este segmento del IPC. En particular, en diciembre los aumentos más importantes se presentaron en pasajes aéreos, limpiadores y desinfectantes, detergentes, llantas, aparatos ortopédicos, entre otros.
83. En diciembre, la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados se redujo a 4,2% desde 4,4% un mes atrás, cifra por debajo de la esperada por la SGEE (**Cuadro 4**). El grueso del descenso fue posible por la caída en la variación anual del IPC de servicios relacionados con diversión (boletas de fútbol) desde 10% en noviembre a 4,8% en diciembre, gracias a que los aumentos de final de año fueron inferiores a los observados un año atrás. Por su parte, arriendos aumentó un poco (a 3,8%), al igual que el IPC del subgrupo de rubros afectados por tipo de cambio (a 5,2%).
84. La activación de los mecanismos de indexación estaría empezando a afectar a gran parte de los no transables, y lo seguiría haciendo durante 2016, a pesar de que las estimaciones de brecha del producto efectuadas por la SGEE sugieren que se encontraría en terreno negativo en este año. Con base en estas estimaciones se considera que las presiones inflacionarias de demanda fueron escasas para finales de 2015 y que lo continuarían siendo en 2016.
85. En diciembre los alimentos continuaron presionando al alza y con fuerza la inflación al consumidor. La variación anual del IPC de este componente (10,9%) superó las proyecciones de la SGEE y estuvo 104 pb por encima del registro de noviembre.
86. Esta variación anual de dos dígitos refleja tanto el efecto del fenómeno de El Niño como de la depreciación del tipo de cambio. El actual evento de El Niño, desestimuló las nuevas siembras y redujo la productividad de los cultivos, impulsando especialmente los precios de los alimentos perecederos, que terminaron el año con una variación anual de 26,0% (**Cuadro 4**). Por su parte, la fuerte depreciación acumulada del peso ha impulsado los precios de los

alimentos procesados (alimentos de origen importado o con un alto porcentaje de insumos importados), cuyo crecimiento anual fue de 9,6% en diciembre. La variación anual del IPC de comidas fuera del hogar (6,0%) continuó subiendo en diciembre, lo cual refleja los mayores precios de los alimentos, los servicios públicos y probablemente también las alzas en los arriendos.

87. Las presiones de costos no laborales, medidas con el IPP, volvieron a aumentar en diciembre. La inflación anual al productor de oferta interna (producidos y consumidos más importados) pasó de 8,94% en noviembre a 9,57% en diciembre. Este comportamiento se explica por las presiones provenientes de los bienes producidos y consumidos localmente, cuya variación anual aumentó de 5,7% en noviembre a 6,0% en diciembre. Por el contrario, la del componente importado del IPP (18,0%) cayó frente al mes anterior (18,4%).
88. En cuanto a los costos laborales, con información a noviembre y diciembre, los salarios siguen mostrando ajustes anuales compatibles con el rango meta de inflación. Los de la construcción pesada (3,7%) y de vivienda (4,2%) se mantuvieron sin cambios de importancia durante diciembre. Los del comercio al por menor, por su parte, cayeron y se situaron en 3,5% en noviembre.
89. Las expectativas de inflación para final de 2016, obtenidas a partir de la encuesta mensual a analistas financieros y recogidas a comienzos de enero, se ubicaron en 4,83%, mientras las de la encuesta trimestral de enero de 2016, se situaron en 5,35%. La inflación esperada a doce meses de la encuesta mensual, cayó de 4,63% a 4,50%, mientras que la esperada a veinticuatro meses pasó de 3,83% a 3,68%. Por su parte, en promedio para lo corrido de enero (hasta el día 26) frente a los datos promedio de diciembre, las inflaciones implícitas (Breakeven Inflation, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR aumentaron (10, 12, 14 y 11 pb) para todos los plazos (2, 3, 5 y 10 años). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de enero a 2, 3, 5 y 10 años son 4,91%, 4,74%, 4,67% y 4,92%, respectivamente.