



# 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 2016

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

1. Los datos disponibles sugieren que el crecimiento de los socios comerciales del país para 2016 y para 2017 sería algo mayor al previsto hace un trimestre, aunque seguiría siendo modesto.
2. En el caso de los Estados Unidos el desempeño del segundo semestre fue significativamente superior al del primero y un poco por encima de lo previsto. Durante el tercer trimestre el crecimiento fue soportado por el consumo y las exportaciones netas. La confianza, tanto de consumidores como de empresarios, presentó un fuerte repunte durante el cuarto trimestre. En línea con esto, los indicadores de la producción industrial y de las ventas al por menor sugieren que el cuarto trimestre sería más dinámico que la primera mitad del año.
3. En diciembre el empleo continuó creciendo a un buen ritmo. La tasa de desempleo se mantiene cerca a los niveles estimados como de pleno empleo y los salarios crecen a tasas anuales entre 2,5% y 3,5% en enero de 2017.
4. La inflación total subió en diciembre y se ubicó en 2,1% mientras que la básica lo hizo en 2,2%. La proyección de la inflación total para 2017 se encuentra por encima de 2,0%, meta de la Reserva Federal (Fed).
5. En cuanto a la zona del euro, el PIB del tercer trimestre creció en línea con lo esperado por la SGEE y muy similar a lo observado en los trimestres previos. Las encuestas a empresarios y consumidores indican incrementos en la confianza en el cuarto trimestre, que se han reflejado en los buenos datos de producción industrial y ventas al por menor de noviembre.
6. En diciembre el indicador de inflación anual total subió a 1,1%, y la básica se ubicó en 0,9%. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) no presentó cambios en las tasas de interés en la reunión de enero, y confirmó sus montos de intervención de 80 miles de millones de euros hasta marzo y 60 miles de millones a partir de abril.
7. El PIB de China para el cuarto trimestre se ubicó en 6,8% superior a lo observado en lo corrido del año (6,7%).
8. En América Latina, el crecimiento del PIB para el tercer trimestre fue muy modesto. Brasil y Ecuador mostraron decrecimientos, pero menores que los de trimestres anteriores; Colombia, México y Argentina se desaceleraron frente al segundo trimestre; Chile mantuvo la tasa de expansión del segundo y Perú creció a un ritmo mayor, cuando se esperaba un descenso. Los indicadores de actividad económica a noviembre sugieren una caída en la tasa de crecimiento

para Perú y Chile, y un menor retroceso para Brasil, aunque el dato estuvo por debajo del previsto hace un trimestre.

9. La inflación de diciembre en varias economías emergentes de América Latina cayó, con excepción de México. Esto último podría estar asociado a la fuerte depreciación que ha sufrido su moneda. Otras monedas de la región se han apreciado frente al dólar.
10. Los términos de intercambio de Colombia del cuarto trimestre habrían aumentado gracias al incremento en el precio de los principales productos de exportación del país. En particular el petróleo y el carbón se han mantenido en niveles altos frente a lo observado hace algunos meses. El petróleo se ha sostenido por encima de los USD 54 por barril tras el acuerdo de la OPEP y otros países para reducir las cantidades producidas y el nivel de los inventarios. Además, se mantienen los cortes en la producción en Libia y Nigeria.
11. En diciembre se observaron entradas de capital a América Latina destinadas a renta fija, mientras que en enero la volatilidad de los mercados financieros se mantuvo baja y los CDS de la región cayeron, excepto los de México. Las tasas de interés a 10 años de las economías desarrolladas se incrementaron.

### **Exportaciones**

12. En noviembre el valor en dólares de las exportaciones registró un crecimiento anual de 12,6% debido al comportamiento de todos los grupos de bienes, destacándose el de los bienes de origen agrícola (23,8%) y de origen minero (15,3%). En lo corrido del año, las exportaciones tuvieron una disminución de 16,5%, principalmente por la caída de las ventas externas de bienes de origen minero (- 22,7%) (**Cuadro 1**).

**Cuadro 1.** Comportamiento de las exportaciones en dólares

Noviembre de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron a la var. anual	
		Rubro	Variación anual del rubro
<b>Total</b>	12,6%		
Bienes de origen agrícola	23,8%	Banano Café	102,3% 17,0%
Bienes de origen minero	15,3%	Refinación de petróleo Carbón	63,9% 10,1%
Resto de exportaciones*	3,6%	Maquinaria y equipo Vehículos	87,2% 34,8%
Acumulado Enero-Noviembre de 2016			
<b>Total</b>	-16,5%		
Bienes de origen agrícola	-5,3%	Café	-13,8%
Bienes de origen minero	-22,7%	Petróleo crudo	-40,4%
Resto de exportaciones	-9,3%	Productos químicos Alimentos, bebidas y tabaco sin café	-11,4% -8,2%

\*En este rubro las agrupaciones de destinos que más aportaron a la caída fueron Venezuela, Estados Unidos y Ecuador, con disminuciones anuales de 68,1%, 3,7% y 3,5%, respectivamente.

Fuente: DANE

13. En lo corrido del año, el índice de precios de las exportaciones totales mostró una importante caída (-14,7%), mientras que el índice de cantidades disminuyó de forma moderada (-2,2%). Esto sugiere que el valor de las exportaciones se redujo principalmente como consecuencia de las caídas en precios, de las cuales la más significativa fue la de los bienes de origen minero (-18,5% anual en el acumulado a noviembre).
14. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en diciembre las exportaciones sin petróleo ni sus derivados registraron un incremento anual de 26,3% (según esta fuente, en noviembre habían crecido 10,7%, sin embargo el incremento reportado posteriormente por el DANE fue de 18,4%).

## Importaciones

15. En noviembre el valor en dólares de las importaciones CIF mostró una disminución anual de 1,8%, debido, principalmente, a reducciones en las compras de bienes de capital (-7,6%), mientras que las de bienes de consumo aumentaron (5,9%), interrumpiendo la tendencia a la baja de los últimos 18 meses. En lo corrido del año, las importaciones cayeron 18,1% (**Cuadro 2**).

**Cuadro 2.** Comportamiento de las importaciones en dólares

Noviembre de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron a la var. anual	
		Rubro	Variación anual del rubro
<b>Total</b>	-1,8%		
<b>Bienes de capital</b>	-7,6%	Maquinaria industrial Otro equipo fijo	-20,6% -17,2%
<b>Materias primas</b>	-1,6%	Combustibles	-16,9%
<b>Bienes de consumo</b>	5,9%	Vehículos de transporte particular Productos alimenticios	12,3% 19,8%
Acumulado Enero-Noviembre de 2016			
<b>Total</b>	-18,1%		
<b>Bienes de capital</b>	-28,4%	Equipo rodante de transporte Maquinaria industrial	-55,9% -29,2%
<b>Materias primas</b>	-13,4%	Combustibles Productos químicos y farmacéuticos Productos mineros (para la industria)	-27,9% -10,7% -15,9%
<b>Bienes de consumo</b>	-11,7%	Vehículos de transporte particular	-21,9%

Fuente: DANE

16. El índice de precios de las importaciones totales en lo corrido del año a noviembre registró una caída de 12,3%, mientras que el índice de cantidades disminuyó 6,7%. Lo anterior indicaría que, aunque la mayor causa son los precios, las importaciones se redujeron por un efecto conjunto de precios y cantidades.
17. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en diciembre las importaciones CIF registraron un descenso anual de 4,8% (según esta fuente, en noviembre habían caído 6,4%, sin embargo el dato reportado posteriormente por el DANE fue de -1,8%).

## II. Proyecciones de variables externas

### a. Escenarios de crecimiento externo

#### Escenario central o más probable (Cuadro 3)

18. En el contexto externo se percibe una incertidumbre considerable debido a muchos factores: los efectos de las políticas económicas del nuevo gobierno americano, las implicaciones del *brexit*, la posible inestabilidad financiera en Europa y en China, entre otros. No obstante, en el escenario central se supone

que dichos riesgos no se materializan o de hacerlo, no tendrían un impacto significativo en 2017.

19. En el presente Informe se revisó ligeramente al alza el crecimiento de los socios comerciales para 2016 y 2017. Si bien se espera que se mantenga en niveles bajos, para este año se proyecta un ritmo superior al del anterior.
20. El crecimiento de los Estados Unidos fue revisado al alza en 2016 y 2017, en función del buen dato del PIB del tercer trimestre y de los recientes registros de otros indicadores de la actividad económica para el cuarto. El consumo continuaría impulsando la economía, soportado en un mayor ingreso de los hogares dado por el aumento en salarios y empleo. La inversión estaría fortalecida por el incremento de la confianza, mientras que las exportaciones netas no generarían un impulso importante.
21. En este contexto se prevén 3 incrementos de la tasa de referencia por parte del Comité de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de la Fed. El mercado asigna una probabilidad cercana al 50% de que el primer incremento se dé en mayo.
22. El escenario central no contempla medidas proteccionistas en los Estados Unidos que puedan modificar los patrones de comercio en 2017 y supone que los estímulos fiscales de inversión pública y recorte en impuestos en ese país generarían efectos sobre todo en 2018. La inflación continuaría aumentando y se mantendría por encima de la meta de la Fed.
23. La economía de la zona del euro también estaría soportada por el consumo y la inversión, pues no se espera que las exportaciones contribuyan al crecimiento de la región. El BCE mantendría sus políticas expansivas durante el 2017.
24. Para China se prevé que continúe con una lenta desaceleración mientras se da la transición al modelo económico basado en consumo. Se espera que las medidas para controlar el sobreendeudamiento lo suavicen y que exista una política fiscal activa ante el evento de desaceleraciones muy fuertes del crecimiento.
25. Se perciben mayores riesgos a la baja que al alza. Algunos de los riesgos a la baja son:
  - Cambios drásticos en los Estados Unidos implementados por el nuevo gobierno.
  - Efectos del *brexit* mayores a los estimados.
  - Inestabilidades financieras en China o en Europa.
  - Inestabilidades derivadas de los procesos políticos en la zona del euro.

- Caída en la confianza por la alta incertidumbre política y los ataques terroristas.
26. Un riesgo al alza podría ser una política fiscal más expansionista en los Estados Unidos que tenga efectos en 2017.
27. En cuanto al petróleo, se espera que el acuerdo alcanzado en la OPEP se cumpla parcialmente, la oferta continúe limitada en Nigeria y Libia y exista una respuesta en producción por parte de los Estados Unidos y otros países no-OPEP ante los altos precios del crudo. Teniendo en cuenta estos factores, se proyecta un precio promedio de USD 54 por barril (referencia Brent) para 2017.

**Cuadro 3**  
**Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales**

País o región	2016			2017		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	1,5	1,6	1,7	1,0	2,3	3,0
Zona Euro	1,5	1,6	1,7	0,8	1,6	2,0
China	6,6	6,7	6,8	5,4	6,4	6,8
Brasil	-3,8	-3,5	-3,2	-0,5	0,5	1,5
Ecuador	-2,3	-2,1	-1,9	-1,5	0,2	1,0
Venezuela	-15,0	-12,0	-9,0	-9,0	-6,0	-1,0
Perú	3,8	4,0	4,2	3,0	4,2	5,0
México	1,9	2,1	2,3	0,5	1,9	2,5
Chile	1,5	1,7	1,9	1,0	2,0	3,0
Socios comerciales	0,0	0,4	0,7	0,5	1,7	2,6

**Nota:** si bien el crecimiento de China en 2016 ya fue observado, se reportan los escenarios bajo y alto incorporados en balanza de pagos.

### **b. Proyección de la balanza de pagos**

28. Con los resultados a septiembre 2016, la información disponible para lo corrido del cuarto trimestre y el escenario para el contexto externo presentado en la sección anterior, la nueva estimación del déficit en cuenta corriente para 2016 es de 4,5% del PIB (USD 12.624 m), con un rango entre 4,3% y 4,7%, menor al observado en 2015 cuando se ubicó en 6,5% del PIB (USD 18.922 m).
29. La corrección frente a lo observado en 2015 se explica, principalmente, por el menor déficit del balance en el comercio de bienes, dado que la reducción de las importaciones supera la de las exportaciones totales (**Cuadro 4**). Adicionalmente, el menor déficit en la balanza de servicios, la disminución de la renta factorial y la mejora de las transferencias habrían contribuido al cierre del desbalance externo.

30. Cabe señalar que frente a 2015, el escenario central de 2016 incluye expansiones de los volúmenes exportados de carbón (11%), ferroníquel (3%), y café (0,4%), mientras que en el caso de petróleo crudo estos disminuirían 22,4%. Con todo esto, para el valor de las exportaciones de los principales productos se estima una caída anual de 17,9%, en tanto que para el resto de exportaciones se prevé una reducción cercana al 8,1%. De esta forma, en el escenario central las exportaciones totales en dólares se habrían contraído 13,5%.
31. Por su parte, las importaciones en dólares habrían disminuido (17,3% anual), debido a una importante reducción de insumos y bienes de capital para la industria, una demanda interna menos dinámica, y caídas de los precios en dólares de los bienes importados.
32. Adicionalmente, se estima una disminución en el déficit del comercio de servicios, que habría sido impulsado por la menor contratación de servicios técnicos petroleros, por el menor pago de fletes debido a la contracción del volumen importado, así como por los efectos de la depreciación sobre el balance de algunos rubros relacionados con turismo.
33. Asimismo, se calcula una disminución en los egresos netos por renta de factores frente a lo observado en 2015, asociada, en particular, a las menores utilidades de las empresas del sector minero-energético y, en menor medida del resto de sectores, dada la desaceleración de la actividad económica. Por otra parte, se habrían registrado mayores pagos de intereses por préstamos y títulos de deuda.
34. Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás, se espera una menor contracción de las exportaciones tradicionales, debido a las mayores cotizaciones internacionales de los principales bienes básicos así como de los volúmenes despachados de carbón y café. Adicionalmente, se elevó la estimación de las exportaciones no tradicionales, debido a la menor desaceleración observada en las ventas de este tipo de bienes durante el último trimestre del año. En relación con las compras externas, se estima una menor caída, dados los datos disponibles para los últimos meses del año. Para la balanza de servicios y el rubro de renta factorial, el déficit calculado para 2016 no presentó cambios significativos frente a lo presentado en el Informe trimestral anterior.

## Cuadro 4

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2015	2016	
		Central	
<b>CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)</b>	<b>-18.922</b>	<b>-12.624</b>	
<i>Porcentaje del PIB</i>	<i>-6,5</i>	<i>-4,5</i>	
<b>A. Bienes</b>	<b>-13.970</b>	<b>-10.138</b>	
a. Exportaciones	38.080	32.926	
Principales productos	23.854	19.593	
Resto de exportaciones	14.226	13.333	
b. Importaciones	52.049	43.064	
<b>B. Servicios no factoriales</b>	<b>-4.542</b>	<b>-3.375</b>	
<b>C. Renta de los Factores</b>	<b>-5.527</b>	<b>-4.515</b>	
<b>D. Transferencias corrientes</b>	<b>5.117</b>	<b>5.404</b>	

35. En cuanto al financiamiento, se espera que para 2016 los flujos de capital hayan sido menores a los recibidos en 2015, principalmente por la disminución en los recursos netos de inversión de portafolio y otros préstamos y créditos externos (**Cuadro 5**).

36. Los flujos de inversión extranjera directa neta en Colombia habrían registrado un incremento del 16% frente a lo observado un año atrás, producto de los recursos provenientes de la venta de Isagén y la menor inversión de colombianos en el exterior (**Cuadro 5**). Descontado el efecto de Isagen, la inversión extranjera neta se habría contraído 19,5%.

37. Por su parte, los mayores pasivos por préstamos y otros créditos habrían estado asociados a un mayor endeudamiento del GNC con la banca multilateral y a otros créditos del resto del sector público no financiero.

## Cuadro 5

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2015	2016	
		Central	
<b>CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C+D+E)</b>	<b>-18.356</b>	<b>-13.038</b>	
<b>A. Inversión Extranjera Neta en Colombia</b>	<b>-7.514</b>	<b>-8.710</b>	
a. Extranjera en Colombia	11.732	12.125	
b. Colombiana en el Exterior	4.218	3.415	
<b>B. Inversión de Cartera</b>	<b>-9.532</b>	<b>-4.670</b>	
a. Sector Público	-6.213	-6.343	
b. Sector Privado	-3.319	1.673	
<b>C. Instrumentos Derivados</b>	<b>2.129</b>	<b>-798</b>	
<b>D. Otra inversión (préstamos y otros créditos)</b>	<b>-3.854</b>	<b>1.018</b>	
a. Activos	-491	4.623	
b. Pasivos	3.363	3.605	
<b>E. Activos de Reserva</b>	<b>415</b>	<b>122</b>	
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>566</b>	<b>-414</b>	

38. Para 2017 se proyecta un déficit en la cuenta corriente equivalente a 3,7% del PIB (US\$ 10.759 m), inferior al estimado para 2016. Esto estaría asociado, principalmente, a un menor déficit de la balanza comercial de bienes, dado el mejor panorama para los precios de los principales productos de exportación y la recuperación de los socios comerciales, en contraste con el leve crecimiento que presentarían las importaciones.
39. El déficit de servicios se ubicaría en niveles superiores a los de 2016, resultado de mayores egresos por fletes dado el crecimiento del volumen importado y del precio del petróleo. Adicionalmente, se contemplan incrementos de las importaciones de servicios vinculados con la actividad petrolera, así como por el pago de seguros relacionados con las concesiones 4G.
40. Por concepto de renta factorial, se esperan mayores egresos netos en comparación con 2016. Esto debido por un lado, al incremento de las utilidades de las empresas que operan en el sector minero-energético, y por el otro, a los mayores pagos por intereses por préstamos y títulos de deuda.
41. El crecimiento de los ingresos por transferencias corrientes presionaría a la baja el déficit corriente de 2017, resultado del mayor crecimiento previsto para los Estados Unidos.
42. En términos de flujos de capital, los recursos por inversión extranjera directa neta serían la principal fuente de financiamiento, a pesar de ser menores a los registrados en 2016. Vale la pena destacar que en este rubro habría una recuperación de la inversión dirigida a la actividad minero-energética. 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.

43. La incertidumbre sobre las condiciones y la disponibilidad de financiamiento, así como la sensibilidad de algunos flujos de capital a las perspectivas de la actividad económica en general, determinan el rango de pronóstico para el déficit en cuenta corriente de 2017, el cual estaría entre 3,0% y 4,4% del PIB, con 3,7% como escenario central.

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

44. La información más reciente sobre el desempeño de la actividad real sugiere que durante el cuarto trimestre de 2016 la economía colombiana habría continuado registrando un crecimiento bajo, menor que el observado durante la primera mitad del año, aunque algo mayor que el del tercero.
45. Entre octubre y diciembre la demanda interna habría crecido muy poco. El consumo total se habría acelerado de forma leve, con aportes del privado y del público, y se habría dado una contracción de la inversión, la cual acumularía así cuatro trimestres consecutivos con tasas de crecimiento negativas. Las exportaciones netas habrían contribuido a la expansión de la economía, por cuenta de las ventas al exterior de bienes tradicionales, y una disminución de las importaciones, en particular de las de bienes de capital.
46. Según la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), las ventas minoristas de noviembre se expandieron 6,1% frente al mismo mes de 2015. El agregado del bimestre octubre-noviembre lo hizo en 3,4%, lo que representó una aceleración con respecto al registro del tercer trimestre (-2,0% anual).
47. El buen comportamiento del indicador obedeció, en gran medida, al desempeño de las ventas de vehículos y de otros bienes durables. En cuanto a los automotores, en noviembre las ventas crecieron 23,8% anual, impulsadas por el XV Salón Internacional del Automóvil de Bogotá (11,2% para el bimestre octubre-noviembre vs. -12,7% del tercer trimestre).
48. Al restar las ventas de vehículos, el agregado restante se expandió 3,0% anual (2,0% en el bimestre, vs. 0,1% del tercer trimestre). El renglón que más contribuyó fue el de ventas de electrodomésticos y muebles para el hogar, con

un aporte de 2,6 p.p. Los demás bienes contribuyeron poco al mejor desempeño de las ventas minoristas. Así, es posible que el aumento en automóviles y electrodomésticos en noviembre obedezca, en parte, al anticipo de compras ante el aumento del IVA.

49. Otros indicadores auxiliares sugieren un crecimiento mediocre del consumo. Por ejemplo, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de diciembre cayó frente a los registros de los últimos cuatro meses, de los promedios para el tercer y cuarto trimestres, y del calculado desde noviembre de 2001. El retroceso del ICC obedeció a una caída del componente de expectativas, más que del componente de las condiciones económicas actuales de los hogares. La serie desestacionalizada del balance de ventas a noviembre de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República también apunta en la misma dirección.
50. Con respecto a la formación bruta de capital (FBC), las cifras de importaciones de bienes de capital (en pesos constantes) sugieren que durante el cuarto trimestre de 2016, el agregado de las inversiones en maquinaria y equipo y en equipo de transporte habría registrado nuevamente una tasa de crecimiento negativa. El balance de expectativas de inversión de la EMEE a noviembre también permite prever caídas importantes en la FBC sin construcción de edificaciones ni de obras civiles.
51. 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. Esto debido al comportamiento de las ventas al exterior de bienes tradicionales. Por otra parte se prevé una contracción real de las importaciones, principalmente de bienes capital.
52. Los indicadores por el lado de la oferta también sugieren que la debilidad de la actividad habría continuado durante el cuarto trimestre de 2016.
53. Con información a noviembre, la producción industrial creció 1,6% anual y al excluir refinación de petróleo, 1,4%. Con ello en el bimestre octubre-noviembre se expandió, en promedio cerca de 1% y en el año corrido en 3,5%. Cabe señalar que la sub-rama de refinación de petróleo aumentó 2,7% en noviembre, con lo que dejó de crecer a tasas de dos dígitos como lo hizo en gran parte del año (20% año corrido). Los componentes tendenciales de la industria total y sin refinación muestran una aplanamiento y una pendiente descendente, respectivamente.

54. La confianza industrial cayó en diciembre frente al mes anterior. La encuesta de Fedesarrollo mostró un leve aumento en los indicadores de pedidos y de existencias (contra-cíclico). Las expectativas a tres meses por su parte cayeron, aunque cabe señalar que la volatilidad de este último indicador ha aumentado en el último año. Los componentes tendenciales de cada una de las series señaladas sugieren un debilitamiento del sector.
55. En cuanto a la actividad agropecuaria, con información a noviembre el sacrificio de ganado mostró una contracción de 9,9% anual. El bimestre octubre-noviembre cayó a un menor ritmo que lo observado durante el tercer trimestre (-12,4% vs -13,7%). Por otro lado, en diciembre la producción de café se situó en 1.319.000 de sacos de 60 kg, lo que implicó una caída de 9,3%. No obstante, en términos trimestrales se observó una aceleración en el cuarto trimestre (a 5,4% vs -12,2% del tercero). Al cierre del año, la producción fue de 14.232.000 de sacos, lo que representa un aumento anual de 0,4%.
56. En la construcción, los pocos indicadores disponibles sugieren un comportamiento débil de la actividad edificadora. La producción y los despachos de cemento cayeron en noviembre 3,5% y 4,6%, respectivamente, aunque las licencias de construcción mostraron una expansión de 12,4% (el acumulado de doce meses presenta una caída de 7,4%).
57. En cuanto a la minería, en diciembre la producción de petróleo se situó en 837 miles de barriles diarios (mbd), lo que representó una contracción anual de 15,7%. Para el año completo, la producción de petróleo mostró una caída de 11,7% con un nivel cercano a 885 mbd en promedio.
58. La serie desestacionalizada del índice de seguimiento a la economía (ISE) se expandió a una tasa anual de 1,1% en noviembre, una recuperación frente a la observada en octubre (-0,2%). El agregado del bimestre octubre-noviembre creció 0,5%, cifra inferior al promedio del tercer trimestre (1,0%).
59. Así las cosas, se prevé que el crecimiento anual del PIB del cuarto trimestre se habría situado entre 1,0% y 2,0%, con 1,5% como cifra más probable.
60. Lo anterior implica un pronóstico de crecimiento del PIB de 1,8% para todo 2016, y un rango entre 1,6% y 2,0%. La amplitud del rango y el punto medio se revisó 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%).
61. Para 2017 se revisó a la baja el rango de pronóstico de crecimiento económico, pero se mantuvo el punto medio. Así las cosas, se proyecta una expansión anual del PIB entre 0,7% y 2,7%, con 2,0% como cifra más probable.

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

62. La inflación anual cerró el año 2016 en 5,75%, por encima del rango meta pero por debajo del registro de diciembre de 2015 (6,77%) y del de noviembre de 2016 (5,96%). La inflación anual ha descendido de manera ininterrumpida desde un máximo reciente en julio (**Cuadro 9**).
63. La variación mensual fue de 0,42%, nivel superior al pronosticado por el mercado (0,28%) y por el equipo técnico del Banco.
64. La caída de la inflación anual total en el último mes se concentró en el IPC de alimentos, en el de transables (sin alimentos ni regulados) y en el de regulados. Por el contrario, se presentó un leve aumento en la variación anual del IPC de no transables (sin alimentos ni regulados).
65. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, pasó de 5,74% en noviembre a 5,60% en diciembre. Sin embargo, frente a diciembre de 2015 (5,43%) el resultado fue mayor.

**Cuadro 9**

**Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica  
A diciembre 2016**

Descripción	Ponderación						Participación en porcentaje en la desaceleración del mes	Participación en porcentaje la desaceleración del año corrido
		dic-15	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16		
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>6,77</b>	<b>7,27</b>	<b>6,48</b>	<b>5,96</b>	<b>5,75</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>5,17</b>	<b>5,92</b>	<b>5,64</b>	<b>5,31</b>	<b>5,14</b>	<b>61,40</b>	<b>7,39</b>
Transables	26,00	7,09	7,20	6,49	5,74	5,31	47,13	40,32
No transables	30,52	4,21	4,85	4,81	4,83	4,85	-0,67	-16,57
Regulados	15,26	4,28	6,19	6,07	5,64	5,44	14,95	-16,37
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>10,85</b>	<b>10,61</b>	<b>8,53</b>	<b>7,54</b>	<b>7,22</b>	<b>38,60</b>	<b>92,61</b>
Perecederos	3,88	26,03	6,66	-2,18	-4,94	-6,63	38,96	135,48
Procesados	16,26	9,62	12,56	11,75	10,89	10,74	7,54	-21,05
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	9,18	8,64	8,36	8,54	-7,90	-21,82
<b>Indicadores de inflación básica</b>								
Sin Alimentos		5,17	5,92	5,64	5,31	5,14		
Núcleo 20		5,22	6,73	6,58	6,33	6,18		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. publs.		5,93	6,65	6,37	6,08	6,03		
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,84	5,52	5,22	5,05		
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>	<b>5,43</b>	<b>6,29</b>	<b>6,03</b>	<b>5,74</b>	<b>5,60</b>			

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

66. En el último mes todos los indicadores de inflación básica cayeron, siendo el IPC sin alimentos ni regulados el de menor nivel (5,05%) y el núcleo 20 el de mayor nivel (6,18%) (**Cuadro 9**). La inflación anual sin alimentos se situó en 5,14%, 17 puntos base (pb) menos que lo observado en noviembre.

67. Dentro del IPC sin alimentos, la mayor caída se presentó en el ajuste anual del IPC de transables (sin alimentos ni regulados) al pasar de 5,74% en noviembre a 5,31% en diciembre. Desde mediados del año 2016 la variación anual de este este segmento del IPC viene reduciéndose, lo cual podría indicar que la trasmisión de la depreciación acumulada del peso, entre mediados de 2014 y los primeros meses de 2016, estaría completándose. Por otro lado, cabe señalar que en los últimos meses, los resultados observados para esta canasta han sido inferiores a lo previsto por la SGEE.
68. Por su parte, la variación anual del IPC de no transables en diciembre registró un nivel levemente superior al observado en noviembre (4,85% vs 4,83%). Cabe anotar que este subgrupo ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos once meses fluctuando entre 4,8% y 5,0%, atribuible, en buena parte, al comportamiento que ha exhibido la variación anual del IPC de arriendos (en torno al 4,0%). Las otras sub-canastas de no transables se han ajustado a ritmos superiores, afectadas quizá por una mayor indexación y por un mayor efecto del ajuste de los salarios a tasas superiores al techo del rango meta.
69. En diciembre, el IPC de regulados se situó en 5,44%, disminuyendo 20 pb frente al de un mes atrás. Esto gracias a un importante descenso de la variación anual del IPC de energía principalmente. En contraste, en el último mes se presentó un aumento en la variación anual del IPC de combustibles (de 0,90% en noviembre a 1,83% en diciembre). El subgrupo transporte (6,06%) permaneció estable. Cabe señalar que para los primeros meses del año se han anunciado diversos reajustes en las tarifas de transporte en varias ciudades del país a tasas entre 5% y 10%.
70. Como se esperaba, en diciembre volvió a presentarse una disminución en la variación anual del IPC de alimentos (a 7,22% desde 7,54% en noviembre). De esta forma, se completan cinco meses consecutivos de descensos significativos en este indicador que obedecen a la desaparición paulatina de los efectos del fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos perecederos, principalmente. La normalización de las condiciones climáticas (junto con el fin del paro camionero a mediados de julio) ha permitido una recuperación de la oferta agropecuaria y un aumento de los indicadores de abastecimiento en los últimos meses.
71. La mayor caída se presentó, de nuevo, en los perecederos cuya variación anual se situó en -6,6% frente a 4,9% de noviembre (sobre todo gracias a disminuciones en precios del plátano, la papa y varias frutas). También se

observó un leve descenso en la variación anual del IPC de procesados. No obstante, los precios de la carne de res registraron nuevamente alzas que guardan relación con la caída del sacrificio de ganado. Las comidas fuera del hogar, por su parte, aumentaron 18 p.b. cerrando 2016 en 8,54%. Este componente de los alimentos estuvo impulsado el año pasado por el ajuste de 7,0% en el salario mínimo, por el alto precio de los alimentos y por los servicios públicos, especialmente.

72. Las presiones de los costos no laborales se atenuaron en diciembre, a juzgar por el comportamiento de la variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados), la cual pasó de 3,91% en noviembre a 1,62% en diciembre. La variación anual del componente local del IPP (3,85 %) disminuyó 101 p.b. con respecto al mes de noviembre, mientras el componente importado (-3,13%) disminuyó 496 p.b.
73. En los costos laborales el comportamiento fue mixto. El ajuste de salarios del comercio aumentó de 5,76% en octubre a 6,72% en noviembre, al igual que el de la industria de 6,08% a 6,22%. Con información a diciembre, los salarios de la construcción pesada (4,29%) y de vivienda (4,28%) se mantuvieron estables.
74. Para 2017 el incremento de salario mínimo (7%) fue mayor que la inflación de diciembre de 2016 y que la meta de inflación. Esto podría implicar algunas presiones alcistas sobre los precios vía costos laborales para el año en curso. Sin embargo, los indicadores disponibles del mercado laboral sugieren que este se encontraría holgado, situación que podría limitar en alguna medida las presiones inflacionarias originadas en el incremento del salario mínimo.
75. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual a analistas financieros (aplicada a comienzos de enero), la inflación esperada para diciembre de 2017 es de 4,51%. Las expectativas a doce y veinticuatro meses pasaron de 4,36% a 4,25%, y de 3,58% a 3,59%, respectivamente. Las expectativas obtenidas de la encuesta trimestral (de enero) se situaron en 5,09% a diciembre de 2017 y 4,51% a diciembre de 2018. Por último, las obtenidas a partir de los títulos de deuda pública en pesos y UVR (Breakeven Inflation, BEI) en promedio para lo corrido de enero (hasta el 25), aumentaron 41 p.b, 27 p.b. y 6 p.b. para los plazos a 2, 3 y 5 años frente a los datos promedio de diciembre, y se ubicaron en 4,78%, 4,31% y 3,81%, en su orden.