



# 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

FEBRERO DE 2016

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

1. Durante los últimos días de febrero y en lo corrido de marzo (con datos al día 16) los términos de intercambio de Colombia habrían presentado algunos incrementos desde los mínimos alcanzados en enero. Esto como consecuencia principalmente del aumento del precio internacional del petróleo. La cotización del crudo Brent aumentó 15,6% en lo corrido del mes, en promedio, respecto a lo observado en febrero, al pasar de USD 33,8 a USD 39,0 por barril. Este comportamiento se explica, en gran parte, por la posibilidad de que se llegue a un potencial acuerdo entre importantes países para congelar su producción en los niveles de enero. Adicionalmente, el debilitamiento del dólar y la menor extracción de crudo en Estados Unidos también habrían presionado los precios al alza.
2. Las cotizaciones de otros bienes básicos también presentaron aumentos respecto a lo observado el mes anterior, en parte como respuesta a las medidas de estímulo anunciadas por las autoridades chinas.
3. Los registros de enero y febrero de la actividad económica global sugieren que el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2016 seguiría siendo débil y similar al observado en 2015. Esto sobre todo por el pobre desempeño que se espera para las economías de América Latina con las cuales se tienen vínculos comerciales importantes.
4. En Estados Unidos las cifras a febrero de las ventas al detal y de confianza del consumidor continuaron en niveles favorables y apuntan a que el consumo privado sigue consolidándose como el principal motor de crecimiento de ese país. En contraste, la producción industrial y las exportaciones continuaron contrayéndose en términos anuales. En el mercado laboral, los registros de creación de empleo de febrero fueron altos, con lo que la tasa de desempleo se mantuvo en 4,9%. Con respecto a la variación anual de los precios durante el mismo mes, se observaron algunos incrementos en el indicador de inflación básica (de 2,2% a 2,3%), mientras que el de inflación total se redujo (de 1,4% a 1,0%).
5. El comunicado de prensa y las proyecciones del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) de la reunión de marzo, sugirieron que los potenciales efectos adversos de la incertidumbre económica y financiera global y de la fortaleza del dólar sobre la actividad

económica estadounidense, harían que el incremento de su tasa de interés sea más gradual que lo previsto a finales de 2015.

6. En la zona del euro, los indicadores disponibles para enero de las ventas al detal y de la producción industrial, y para febrero de confianza industrial y de los consumidores, sugieren que la economía habría continuado expandiéndose a un ritmo modesto. Con respecto a la variación de los precios, en febrero los indicadores de inflación anual total y básica presentaron reducciones y se ubicaron en -0,2% y 0,7%, respectivamente. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) adoptó diversas medidas de estímulo reduciendo sus tasas de referencia y de depósitos, aumentando el monto de su programa de relajamiento cuantitativo y ofreciendo nuevas operaciones de refinanciamiento de largo plazo a los bancos (TLTRO, por su sigla en inglés).
7. En China, los indicadores a febrero de producción industrial, de ventas al por menor y de inversión en activos fijos moderaron nuevamente su ritmo de expansión. Por su parte, la inflación anual mostró algunos incrementos al pasar de 1,8% a 2,3%. Cabe mencionar que los datos de los primeros meses del año no permiten establecer claramente tendencias al estar afectados por la festividad del Año Nuevo chino.
8. El gobierno de este país anunció que su meta de crecimiento para 2016 sería entre 6,5% y 7%, junto con medidas fiscales orientadas a proveer estímulo a algunos sectores de la economía.
9. En América Latina, las cifras de enero de los índices de actividad económica muestran un mal comportamiento. En Chile, la tasa de expansión anual fue menor a las observadas a finales del año anterior y se sitúa en niveles inferiores a 1%. Entretanto, la economía brasilera habría profundizado su contracción con tasas cercanas a -7%. En Ecuador y Venezuela, aunque no hay cifras recientes, el fuerte deterioro de sus términos de intercambio al principio del año debería hacer que la recesión por la que atraviesan se profundice. La excepción es Perú donde hubo una aceleración en diciembre y en enero a tasas superiores a 4,0%.
10. Los registros de inflación anual a febrero de las economías de América Latina también tienen un comportamiento desigual. En Brasil, Chile y Perú se observaron algunas reducciones frente a las cifras del mes anterior, aunque continuaron por encima del rango meta de sus autoridades monetarias. En contraste, en México se presentaron algunos incrementos, pero la inflación anual sigue por debajo de la meta del banco central (3%).

11. Durante las últimas semanas de febrero y en lo corrido de marzo se ha observado una reducción de los indicadores de volatilidad financiera desde los elevados niveles de comienzos de 2016. Lo anterior se explica por una reducción en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, resultado principalmente de: i) los anuncios de políticas de estímulo en China, ii) los incrementos en los precios de los bienes básicos, iii) la mayor provisión de liquidez por parte de los bancos centrales de Japón y de la zona del euro; y iv) de las perspectivas de que el incremento de la tasa de referencia de la Fed sea más gradual que lo previsto a finales del año anterior. En este entorno, se presentó un debilitamiento del dólar estadounidense frente a la mayoría de monedas del mundo y una recuperación de los índices accionarios.
12. En el caso de América Latina, durante el mismo lapso, las primas de riesgo reversaron los incrementos que se habían presentado en enero y febrero, cuando alcanzaron los niveles más altos desde 2009. Las monedas de la región se fortalecieron frente al dólar. En el caso del peso colombiano se registró una apreciación de 4,7% al pasar de un valor promedio de COP 3.357 por dólar en febrero a COP 3.197 por dólar un mes adelante (hasta el 16 de marzo).

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

13. En enero las exportaciones registraron una caída anual de 36,2%, debido a retrocesos en las ventas externas de todos los grupos de bienes. Se destaca la fuerte disminución en el grupo de bienes de origen agrícola, cuyas exportaciones cayeron anualmente 39,3% (frente a la disminución de 8,8% el mes anterior). (**Cuadro 1**).
14. En diciembre de 2015 las importaciones CIF registraron una disminución anual de 24,2%, debido a reducciones en las compras externas de todos los grupos de bienes. Con esto en 2015 las importaciones CIF cayeron 15,6%. Entre tanto, en enero de 2016 se contrajeron 28,0% anual. (**Cuadro 2**).

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

Enero de 2016			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
<b>Total</b>	-36.2%		
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-39.3%	Café	-44.2%
		Flores	-37.4%
<b>Bienes de origen minero</b>	-45.6%	Petróleo crudo	-50.2%
		Carbón	-43.0%
<b>Resto de exportaciones*</b>	-13.4%	Productos químicos	-22.5%
		Otros	-23.1%

\* Por destinos, son notables las caídas de 36,7% hacia Ecuador y de 14,4% hacia Asia. En contraste, se registró un aumento en las ventas externas hacia Venezuela (7,3%) y la Unión Europea (3,4%).

Fuente: DANE

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

Diciembre de 2015			
	Variación anual	Principales rubros que contribuyeron	
		Rubro	Variación anual del rubro
<b>Total</b>	-24.2%		
<b>Bienes de capital</b>	-32.7%	Equipo de transporte	-37.7%
		Bienes de capital para la industria	-28.7%
<b>Materias primas</b>	-13.0%	Materias primas para la industria	-17.6%
		Materias primas para la agricultura	-25.9%
<b>Bienes de consumo</b>	-28.4%	Bienes de consumo duraderos	-34.4%
		Bienes de consumo no duraderos	-22.3%
Acumulado Enero-Diciembre de 2015			
<b>Total</b>	-15.6%		
<b>Bienes de capital</b>	-14.7%	Equipo de transporte	-16.0%
		Bienes de capital para la industria	-14.5%
<b>Materias primas</b>	-16.6%	Combustibles y lubricantes	-32.0%
		Materias primas para la industria	-11.6%
<b>Bienes de consumo</b>	-14.9%	Bienes de consumo duraderos	-20.8%
		Bienes de consumo no duraderos	-8.6%
Enero de 2016			
<b>Total</b>	-28.0%		
<b>Bienes de capital</b>	-39.9%	Equipo de transporte	-68.3%
		Bienes de capital para la industria	-13.1%
<b>Materias primas</b>	-23.1%	Materias primas para la industria	-19.2%
		Combustibles y lubricantes	34.6%
<b>Bienes de consumo</b>	-12.5%	Bienes de consumo duraderos	-16.4%
		Bienes de consumo no duraderos	-8.9%

Fuente: DANE

15. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en febrero las importaciones CIF se contrajeron 26,5%.

16. Por su parte las cifras de balanza de pagos muestran que durante 2015 la cuenta corriente del país arrojó un déficit de USD 18,925 m, inferior en USD 668 m al registrado en 2014. Sin embargo, como proporción del PIB el déficit corriente

pasó de 5,2% a 6,4%, lo que se explica por la reducción en dólares del PIB nominal, debido a la depreciación de 37% del peso registrada en el promedio del 2015.

17. El comportamiento del balance externo en dólares estuvo caracterizado por un importante aumento del déficit comercial de bienes durante el año, pasando de USD 4.630 m en 2014 a USD 14.026 m en 2015, compensado por el menor déficit en el rubro de renta de los factores (USD 5.989 m frente a USD 12.639 m de un año atrás) y por la reducción de los egresos netos relacionados con el componente de servicios que registraron un déficit de USD 3,981 m. Adicionalmente, en 2015 los ingresos netos por transferencias corrientes aumentaron en USD 713 m alcanzando un valor de USD 5,071 m.
18. En 2015 se registraron ingresos netos de capitales por USD 19,201 m, resultado de entradas de capital extranjero por USD 24,991 m, salidas de capital colombiano por concepto de compra de activos en el exterior por USD 3,849 m, transacciones con instrumentos financieros derivados por USD 1,526 m, y acumulación de reservas internacionales por USD 415 m.
19. Del total de los ingresos de capital extranjero recibidos en el período de análisis, el 48% correspondió a flujos por IED, el 21% a recursos obtenidos por la emisión de títulos de deuda externa de largo plazo, el 18% por inversiones de portafolio en el mercado local, y el restante 12% a préstamos y otros créditos externos. En 2015 los ingresos de capital extranjero fueron inferiores en USD 12,276 m (33%) a los de un año atrás.
20. Las salidas de capital colombiano para la constitución de activos en el exterior fueron inferiores en USD 8,877 m a las observadas en 2014. Estos recursos se destinaron mayoritariamente a la constitución de inversiones directas en el exterior (USD 4,218 m), en tanto se liquidaron USD 369 m por concepto de otras inversiones, en su mayoría por empresas del sector privado.

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

21. De acuerdo con la publicación más reciente de cuentas nacionales trimestrales por parte del DANE, durante el cuarto trimestre del año pasado la actividad económica se expandió 3,3% frente al mismo periodo de 2014. Esta cifra fue levemente superior a la senda central de pronóstico presentada en el anterior Informe sobre Inflación (entre 2,6% y 3,6%, con 3,1% como cifra más probable). El incremento entre trimestres fue de 0,6%, lo que corresponde a una

tasa anualizada de 2,4%. La serie desestacionalizada del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) es consistente con esta observación pues se expandió 3,2% en el cuarto trimestre frente al mismo periodo del año pasado.

22. Así las cosas, el PIB de todo 2015 creció 3,1% anual, justo por encima de la previsión hecha por el equipo técnico un trimestre atrás (3,0%). Para el 2014 se revisó el PIB a la baja de 4,6% a 4,4%.
23. Por el lado del gasto, en el cuarto trimestre la demanda interna se desaceleró frente al tercero (de 4,2% a 2,6%). El crecimiento del consumo (3,6%) resultó mayor que el estimado, tanto en el caso del privado (3,0%) como en el del público (4,0%). Frente a los resultados del tercer trimestre, el consumo de los hogares se desaceleró, pero el del Gobierno mostró una recuperación importante (**Cuadro 3**).

**Cuadro 3**

	2014	2015				2015
	Año completo	I. Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año completo
<b>Consumo Total</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.9%</b>
Consumo de Hogares	4.2%	4.4%	3.8%	4.3%	3.0%	3.8%
Bienes no durables	3.2%	4.4%	4.1%	4.6%	3.4%	4.1%
Bienes semidurables	3.1%	5.7%	2.8%	5.6%	4.5%	4.6%
Bienes durables	13.5%	5.1%	1.4%	-4.8%	-8.4%	-2.0%
Servicios	4.7%	4.4%	4.2%	4.5%	3.7%	4.2%
Consumo Final del Gobierno	4.7%	1.9%	2.2%	3.3%	4.0%	2.8%
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>11.6%</b>	<b>6.5%</b>	<b>0.8%</b>	<b>3.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>2.6%</b>
Formación Bruta de Capital Fijo	9.8%	7.3%	3.6%	0.5%	0.0%	2.8%
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1.5%	-5.4%	-3.0%	0.2%	2.7%	-1.5%
Maquinaria y equipo	7.1%	0.6%	-2.0%	-0.3%	-5.3%	-1.8%
Equipo de transporte	10.0%	41.3%	6.0%	3.1%	-5.1%	9.4%
Construcción y edificaciones	7.7%	2.3%	10.1%	-8.2%	8.0%	2.7%
Obras civiles	14.0%	3.7%	7.2%	7.6%	2.5%	5.2%
Servicios	11.0%	1.9%	4.6%	-3.3%	0.7%	0.9%
<b>Demanda interna</b>	<b>6.0%</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.6%</b>
<b>Exportaciones Totales</b>	<b>-1.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-5.2%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-0.7%</b>
<b>Importaciones Totales</b>	<b>7.8%</b>	<b>12.3%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>7.4%</b>	<b>-2.9%</b>	<b>3.9%</b>
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>4.4%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.1%</b>

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

24. En inversión los resultados también fueron mejores que los previstos, con un crecimiento anual de 0,2% en el último trimestre. De todas maneras, se evidenció una fuerte desaceleración respecto al dato del tercer trimestre (3,4%).
25. En cuanto a las cifras de comercio exterior en pesos constantes, las exportaciones se contrajeron 1,0% mientras que las importaciones cayeron 2,9%, la mayor contracción del año. Estas reducciones fueron menores que las proyectadas por el equipo técnico del Banco.



26. Para todo el año la demanda interna se desaceleró de 6,0% en 2014 a 3,6% en 2015, principalmente por un desempeño mediocre de la inversión. Esta redujo su tasa de crecimiento de 11,6% a 2,6%, mientras que el consumo lo hizo de 4,2% a 3,8%. Por su parte, las importaciones en pesos constantes pasaron de crecer 7,8% en 2014 a 3,9% en 2015 y las exportaciones, de -1,3% a -0,7%.
27. Por el lado de la oferta, durante 2015 los sectores que mostraron un mejor desempeño fueron servicios financieros (4,3%), comercio (4,1%) y construcción (3,9%), en especial por obras civiles (5,4%). Pese a que la industria reportó una recuperación en el cuarto trimestre (4,0%) que se explica en parte por la reapertura de Reficar, en el año completo su expansión fue moderada (1,2%). Algo similar ocurrió en minería, que en el segundo semestre mostró contracciones que ocasionaron que el año completo terminara con un incremento de 0,6% (**Cuadro 4**).
28. Es importante señalar que al interior de la oferta, la producción transable se aceleró durante la segunda mitad del año pasando de crecer 0,9% en la primera a 2,0% en la segunda. Al excluir la minería, el PIB transable restante pasó de 0,6% a 2,8%. Por su parte, el PIB no transable pasó de una expansión anual de 4,2% en el primer semestre a una de 4,0% en el segundo.

### Cuadro 4

Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2014 Año completo	2015				2015 Año completo
		I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3.1	1.8	2.5	4.3	4.8	<b>3.3</b>
Explotación de minas y canteras	-1.1	0.2	4.2	-0.3	-1.4	<b>0.6</b>
Industria manufacturera	0.7	-1.8	-0.2	3.2	4.0	<b>1.2</b>
Electricidad, gas y agua	3.4	2.2	1.5	4.0	4.0	<b>2.9</b>
Construcción	10.5	3.1	8.2	0.4	4.3	<b>3.9</b>
Edificaciones	8.1	2.1	8.9	-8.2	6.8	<b>2.1</b>
Obras Civiles	13.4	3.6	7.4	7.7	2.9	<b>5.4</b>
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5.1	4.9	3.6	4.6	3.6	<b>4.1</b>
Transporte, almacenamiento y comunicación	4.7	2.8	0.4	2.0	0.5	<b>1.4</b>
Servicios financieros, inmobiliarios y a las emp	5.7	4.9	3.8	4.2	4.2	<b>4.3</b>
Servicios sociales, comunales y personales	5.2	2.7	2.5	3.2	3.4	<b>2.9</b>
<b>Subtotal Valor agregado</b>	<b>4.3</b>	<b>2.6</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>
<b>Impuestos menos subsidios</b>	<b>5.6</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>	<b>4.5</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>4.4</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

29. La información disponible para el primer trimestre de 2016 es aún muy escasa y por lo tanto no resulta adecuado modificar el rango de pronóstico del PIB. Además, algunos factores fundamentales como el precio del petróleo mejoraron en las últimas semanas, después del fuerte deterioro en enero y comienzos de febrero, pero otros indicadores envían señales mixtas. Mientras las cifras de industria y ventas al por menor mostraron mejoría más allá de lo esperado

(como se explica a continuación), otras como la confianza y el desempleo se deterioraron.

30. Según los resultados de la encuesta mensual de comercio al por menor (EMCM) del DANE, en enero las ventas minoristas sin combustibles se expandieron 3,4% frente al mismo mes de 2015. Esta cifra, que representó una aceleración con respecto al registro para el agregado del cuarto trimestre del año pasado (-0,4%), estuvo por encima de lo esperado por el mercado (-0,15%, mediana) y por el equipo técnico del Banco de la República.
31. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante creció 5,5% anual durante el mismo mes. Esta cifra significó una aceleración frente al registro de finales del año pasado (4,9% anual en el cuarto trimestre). Al extraer el componente tendencial de la serie, se observa un estancamiento en los niveles.
32. Según la misma encuesta, las ventas de vehículos automotores y motocicletas de enero cayeron 8,9% anual. Lo anterior contrasta con el -24,2% del cuarto trimestre del año pasado. El componente tendencial de la serie revela una pendiente negativa.
33. Las cifras a febrero consignadas en el reporte de matrículas del Comité Automotor Colombiano (CAC) no parecen indicar que la tendencia mencionada anteriormente se revierta en el corto plazo. En dicho mes el número de matrículas disminuyó 11,3% anual. De acuerdo a estas fuentes, las caídas se concentraron en el renglón de vehículos de uso comercial (inversión en equipo de transporte). Los de uso no comercial (consumo durable) también retrocedieron, aunque a un ritmo menor.
34. Otros indicadores que guardan correlación histórica con el consumo de los hogares y con la inversión distinta de construcción, sugieren que durante el primer trimestre de 2016 estos rubros del PIB podrían registrar crecimientos menores que los observados hacia finales del año pasado.
35. Tal es el caso del Índice de Confianza del Consumidor (ICC), publicado por Fedesarrollo en febrero, el cual se mantuvo en niveles históricamente bajos, comparables con los de enero. Los bajos niveles persisten tanto en el índice de expectativas como en el de condiciones económicas de los hogares.
36. Por otra parte, los resultados de la encuesta mensual de expectativas económicas (EMEE) del Banco de la República permiten prever un consumo de los hogares y una formación bruta de capital fijo (sin construcción) algo menos

dinámicos que hace tres meses. Tanto el balance de ventas como el de expectativas de inversión de las firmas cayeron un poco respecto a los niveles registrados en meses anteriores.

37. Con información a enero, se presentó un incremento importante de la tasa de desempleo, particularmente fuerte en las áreas urbanas. Este incremento obedece sobre todo a una caída de la ocupación. Al considerar las series desestacionalizadas, se sigue observando una tendencia ascendente de la tasa de desempleo.
38. Según cifras de la Superintendencia Financiera, las condiciones del mercado de crédito parecieran estar ajustándose. Con cifras a febrero se observó que el ritmo de expansión del crédito a los hogares fue de 11,41% en términos nominales, menor que el de enero (11,71%) y que el del cuarto trimestre de 2015 (12,04%). Adicionalmente, las tasas de interés a los hogares (de consumo y de tarjeta) aumentaron frente a los registros de finales del año pasado, en respuesta a los cambios en la postura de la política monetaria. En efecto, desde septiembre de 2015 las tasas de consumo y de tarjeta se han incrementado, en su orden, 157 pb y 92 pb.
39. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el primer trimestre del año muestran tendencias favorables en varias ramas como la industria, el comercio y la producción de energía, pero desfavorables en el caso de la producción minera.
40. De acuerdo con el DANE, la producción industrial creció 8,2% en enero de 2016, cifra superior a la esperada por el Banco y por el mercado (3,5%). Al excluir refinación, las manufacturas se expandieron a una tasa anual de 4,3%. Las ramas que más contribuyeron a este resultado fueron: coquización, refinación de petróleo, y mezcla de combustibles (26,6%); elaboración de bebidas (15,7%); fabricación de productos minerales no metálicos n.c.p. (11,4%); fabricación de vehículos automotores y sus motores (59,2%); y fabricación de productos farmacéuticos y sustancias químicas medicinales (14,0%). Por el contrario, las industrias básicas de hierro y de acero (-9,2%); hilatura, tejeduría y acabado de productos textiles (-8,8%); fabricación de aparatos y equipo eléctrico (-8,2%); y fabricación de carrocerías para vehículos automotores y remolques (-44,8%) restaron al crecimiento.
41. En lo que respecta a construcción, en enero la producción y los despachos de cemento mostraron un crecimiento de 7,3% y 3,0%, respectivamente.

42. De acuerdo con cifras de la Aerocivil, el número de pasajeros en los vuelos nacionales e internacionales crecieron 7,1% y 5,9% en enero de 2016. Se destaca la mayor participación de los vuelos internacionales en el último año.
43. De acuerdo con las cifras de la Federación de cafeteros, la producción se situó en febrero en 1.096.000 sacos de 60 kilogramos, lo que implicó una variación anual de 6,5%. En el bimestre enero-febrero la producción ha crecido 5,5% en promedio.
44. En febrero, la demanda de energía total creció 8,3% anual. La regulada lo hizo en 9,9% y la no regulada en 4,9%. Por regiones los mayores incrementos en la demanda de energía se observaron en la costa Atlántica, Huila, Arauca y Casanare.
45. En contraste, la producción de petróleo cayó 6,9% anual en febrero, con un nivel que se mantuvo por debajo del millón de barriles diarios (956 mbd) por quinto mes consecutivo. Respecto al mes anterior, la caída fue de 2,6%. En el primer bimestre del año la producción de crudo ha sido en promedio 969 mbd, lo que representa una reducción de 6,0%.
46. Cabe advertir que las cifras del primer trimestre se verán afectadas por la presencia de un menor número de días hábiles en marzo (porque Semana Santa cae en dicho mes). Esto debería incidir negativamente en el crecimiento medido por DANE en sectores como la industria.
47. Dado todo lo anterior, y puesto que la información disponible no permite realizar un ejercicio de pronóstico completo, el equipo técnico de la SGEE considera conveniente mantener el pronóstico de crecimiento para todo 2016 en un rango entre 1,5% y 3,2%, con 2,7% como cifra más probable.

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

48. En febrero la inflación anual al consumidor fue de 7,59%, superior en 14 pb a la del mes anterior (**Cuadro 5**). La inflación anual de febrero es la más alta desde diciembre de 2008. En lo corrido del año, la variación del IPC se situó en 2,59%, superior al registro del 2015 (1,80%). En variaciones mensuales el resultado fue de 1,28%, inferior al pronóstico del mercado (1,30%) y del Banco.
49. A diferencia de lo que sucedió en los siete meses anteriores, en febrero el aumento de la inflación anual al consumidor no fue explicado por los alimentos

o por los transables. En esta oportunidad, fueron los segmentos de regulados y de no transables los que ejercieron presiones alcistas. La activación de los mecanismos de indexación y los problemas de oferta asociados con el fenómeno de “El Niño” (en el IPC de regulados) explican esta situación.

50. La inflación básica medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco también aumentó, situándose en 6,07% en febrero frente a 5,73% de enero. Los cuatro indicadores registraron incrementos importantes, siendo el registro más alto el del IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (6,41%) y el más bajo el del IPC sin alimentos (5,88%).

**Cuadro 5**  
**Comportamiento de la inflación a febrero de 2016**

Descripción	Ponderación								Participación	Participación
		dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15	ene-16	feb-16	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>5,35</b>	<b>6,77</b>	<b>7,45</b>	<b>7,59</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>4,58</b>	<b>5,17</b>	<b>5,54</b>	<b>5,88</b>	<b>168,13</b>	<b>59,18</b>
Transables	26,00	2,03	3,46	4,17	5,90	7,09	7,39	6,97	-70,46	-3,95
No transables	30,52	3,38	3,56	3,98	4,27	4,21	4,46	4,86	91,66	24,42
Regulados	15,26	4,84	3,25	2,55	3,30	4,28	5,02	6,35	146,92	38,72
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>4,69</b>	<b>7,37</b>	<b>6,20</b>	<b>7,30</b>	<b>10,85</b>	<b>12,26</b>	<b>11,86</b>	<b>-68,13</b>	<b>40,82</b>
Perecederos	3,88	16,74	21,57	10,73	14,95	26,03	31,31	27,42	-99,66	13,96
Procesados	16,26	2,54	5,99	6,00	6,71	9,62	10,22	10,26	13,54	14,79
Comidas fuera del hogar	8,07	3,51	3,59	4,45	4,73	5,95	6,78	7,09	17,99	12,07
<b>Indicadores de inflación básica</b>										
Sin Alimentos		3,26	3,46	3,72	4,58	5,17	5,54	5,88		
Núcleo 20		3,42	3,70	4,24	4,73	5,22	5,56	6,25		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		2,76	3,95	4,54	5,28	5,93	6,13	6,41		
Inflación sin alimentos ni regulados		2,81	3,52	4,06	4,95	5,42	5,69	5,75		
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>		<b>3,06</b>	<b>3,65</b>	<b>4,14</b>	<b>4,89</b>	<b>5,43</b>	<b>5,73</b>	<b>6,07</b>		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

51. Dentro del IPC sin alimentos, sobresalen los aumentos en regulados y en varios componentes del IPC de no transables sin alimentos ni regulados. En el primer caso, la variación anual pasó de 5,02% en enero a 6,35% en febrero. Al igual que en meses anteriores, la presión al alza provino principalmente de las tarifas de gas domiciliario y de las de energía eléctrica. En el caso del gas, cuellos de botella en el transporte y la mayor demanda por parte de las generadoras de energía térmica han incidido en las tarifas. Por su parte, el IPC de energía está siendo afectada por factores como la escasez de lluvias, la depreciación, el aumento de la inflación al productor y daños recientes en las centrales hidroeléctricas de Guatapé (en Antioquia), especialmente, y en menor medida en Termoflores (Barranquilla). La central de Guatapé, empezaría a operar nuevamente a partir de mayo (con un 25% de su capacidad) y tan solo en septiembre estará en pleno funcionamiento, por lo que el impacto de esta situación en los precios en bolsa podría sentirse a lo largo de buena parte el año.

52. Los aumentos en las tarifas del transporte público en Bogotá (Trasmilenio) y Cali también fueron otro factor que presionó al alza al IPC de regulados. Por otro lado, la variación anual del IPC de combustibles pasó de -6,6% en enero a -6,1% en febrero.
53. Respecto al IPC de no transables sin alimentos ni regulados, su variación anual en febrero se situó en 4,86%, aumentando frente al dato de enero (4,46%). Durante este mes, sobresalen aumentos en precios de algunos rubros de diversión (como boletas de fútbol) y de servicios de educación (matrículas y pensiones).
54. Como se esperaba, varios componentes del grupo de no transables están registrando aumentos de precios que podrían estar asociados con la activación de mecanismos de indexación y/o con aumentos en el salario mínimo y otros salarios (como se ve más adelante). Es el caso de la educación por ejemplo, cuyos aumentos en precios han tendido a estar vinculados con la inflación del año anterior. Ahora bien, en los dos primeros meses del año, la indexación sobre estos ítems y sobre los no transables en general, no ha sido plena dado que la variación anual de precios para la mayoría de estos rubros se sitúa por debajo de la inflación de diciembre (6,77%). Para los arriendos, un rubro que también ha exhibido indexación en el pasado, la variación del IPC se mantuvo mucho más baja (3,91%).
55. En febrero, y por primera vez desde julio de 2014, la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados disminuyó frente al mes anterior: pasó de 7,39% en enero a 6,97% en este mes. Sin embargo, la variación mensual de esta subcanasta siguió siendo alta (1,46%), por lo que es posible afirmar que la depreciación del peso continuó transmitiéndose a los precios de estos rubros.
56. La inflación de los alimentos, por su parte, frenó la senda ascendente que se observaba desde agosto del año pasado al pasar de 12,26% en enero a 11,86% en febrero. Aquí también la variación mensual fue alta (1,44%), lo que sugiere que los factores climáticos relacionados con el fenómeno de El Niño y la depreciación del peso, siguieron generando alzas. Como se ha señalado en informes anteriores, el actual evento de El Niño, considerado uno de los más fuertes de la historia, viene afectando la productividad de los cultivos y frenó las decisiones de nuevas siembras, impulsando especialmente los precios de los alimentos perecederos, que cerraron febrero con una variación anual de 27,42%. 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 10,26%

en febrero. Adicionalmente, la variación anual del IPC de comidas fuera del hogar (7,09%) volvió a subir en febrero, afectado por los mayores precios de los alimentos, las tarifas de los servicios públicos y el aumento del salario mínimo, entre otros.

57. Los costos no laborales continuaron presionando al alza los precios al consumidor según lo sugiere el comportamiento del IPP. La inflación anual al productor de oferta interna (producidos y consumidos más importados) se situó en 11,0% en febrero frente al 10,0% de enero. Este aumento se explica por las presiones provenientes de los bienes producidos y consumidos localmente, cuya variación anual aumentó de 6,9% en enero a 7,5% en febrero. Igualmente el componente importado contribuyó a la mayor inflación del IPP al aumentar de 17,3% en enero a 19,4% en febrero, lo que confirma que las presiones inflacionarias originadas por el tipo de cambio se mantienen.
58. En cuanto a los costos laborales, con información a febrero los resultados fueron mixtos, mientras el ajuste de los salarios de la construcción aumentó levemente frente al mes anterior (de 4,6% a 4,8%), los de vivienda pasaron de 4,7% a 4,4%. Por su parte, con información a enero el ajuste de los salarios del comercio aumentó significativamente de 2,9% a 5,6%.
59. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016 obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros y recogidas a comienzos de marzo se situaron en 5,72%, superior al registro de febrero (5,49%); la inflación esperada a doce meses disminuyó un poco (de 4,54% a 4,51%) mientras que a veinticuatro meses aumentó (de 3,70% a 3,77%). Por su parte, en promedio para lo corrido de marzo (hasta el día 15) frente a los datos promedio de febrero, las inflaciones implícitas (Breakeven Inflation, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron para todos los plazos. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de marzo a 2, 3, 5 y 10 años son 4,86%, 4,62%, 4,49% y 4,72%, respectivamente.