



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2015 

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2015*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 31 de julio de 2015.

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

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	13
A. Coyuntura internacional	13
B. Balanza de pagos	23
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	30
A. El PIB en el primer trimestre de 2015	30
B. El PIB del segundo trimestre de 2015	34
Recuadro 1: Efecto de la caída de los términos de intercambio sobre el ingreso nacional bruto disponible real: experiencias de Chile, Colombia y Perú	41
III. Desarrollos recientes de la inflación	47
A. La inflación básica	49
B. Inflación de alimentos	51
Recuadro 2: ¿Por qué se está acelerando el crecimiento anual del IPC de los no transables sin alimentos ni regulados?	53
IV. Pronósticos de mediano plazo	56
A. Crecimiento económico para el resto de 2015 y 2016	56
B. Inflación	62
Recuadro 3: Principales aspectos del marco fiscal de mediano plazo 2015	69
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica	73
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	74
B. Endeudamiento	78
C. Precios de la vivienda	79
D. Índice de desbalance macroeconómico (IDM)	79
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	81

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Índice de términos de intercambio de Colombia	14
Gráfico 2	Precio internacional del petróleo	14
Gráfico 3	Precios internacionales de los alimentos	15
Gráfico 4	PIB real de los Estados Unidos	15
Gráfico 5	Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos	16
Gráfico 6	Indicadores de inflación anual total y básica en Europa	17
Gráfico 7	Crecimiento anual del PIB real para China	17
Gráfico 8	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina	17
Gráfico 9	Índices de volatilidad	18
Gráfico 10	Índice compuesto de la bolsa de Shanghai	19
Gráfico 11	Índice de tasa de cambio del dólar	19
Gráfico 12	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	19
Gráfico 13	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	20
Gráfico 14	Exportaciones totales	24
Gráfico 15	Importaciones FOB totales	24
Gráfico 16	Producto interno bruto	30
Gráfico 17	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	34
Gráfico 18	Encuesta mensual del comercio al por menor	35
Gráfico 19	Ventas minoristas de vehículos automotores y motocicletas	35
Gráfico 20	Registro de matrículas de vehículos nuevos	36
Gráfico 21	Tasa de desempleo (trimestre móvil marzo-abril-mayo)	36
Gráfico 22	Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil desestacionalizado)	36
Gráfico 23	Número de ocupados y variación anual	37
Gráfico 24	Empleo por tipo de ocupación	37
Gráfico 25	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	37
Gráfico 26	Importaciones de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	38
Gráfico 27	Expectativas de Inversión y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	38
Gráfico 28	Producción de petróleo	39
Gráfico 29	Producción de café	39
Gráfico 30	A. Producción industrial real total B. Producción industrial sin refinación de petróleo real	40
Gráfico 31	Inflación total al consumidor	47
Gráfico 32	IPP por procedencia	48
Gráfico 33	Salarios nominales	49
Gráfico 34	Indicadores de inflación básica	49
Gráfico 35	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	50
Gráfico 36	IPC de no transables sin alimentos ni regulados, por grupos	50
Gráfico 37	IPC de regulados y sus componentes	51
Gráfico 38	IPC de alimentos	51
Gráfico 39	IPC de alimentos por grupos	51

Gráfico 40	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	57
Gráfico 41	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	61
Gráfico 42	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	61
Gráfico 43	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	65
Gráfico 44	Inflación observada y expectativas de inflación	65
Gráfico 45	Expectativas de inflación derivadas de los TES	65
Gráfico 46	<i>Fan chart</i> de la inflación total	66
Gráfico 47	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	66
Gráfico 48	Cuenta corriente e ingresos de capital extranjero (pasivos)	75
Gráfico 49	Cuenta corriente y sus componentes	75
Gráfico 50	Cuenta corriente sectorial	76
Gráfico 51	Tasas de ahorro e inversión pública y privada	76
Gráfico 52	Tasa representativa del mercado y tasa de cambio real	76
Gráfico 53	Composición del saldo de pasivos y activos de la posición de inversión internacional en el primer trimestre de 2015	77
Gráfico 54	Indicadores de calidad de la cartera de los establecimientos de crédito	78
Gráfico 55	Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)	79
Gráfico 56	Índice de desbalance macroeconómico	79
Gráfico 57	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	80

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	20
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	22
Cuadro 3	Balanza de pagos	27
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	31
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	33
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	48
Cuadro 7	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	62
Cuadro 8	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> de la inflación total	68

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En el primer semestre de 2015 la dinámica de la actividad económica mundial fue más débil que la esperada. En ese periodo el crecimiento de los Estados Unidos se moderó y las zonas del euro y Japón tuvieron recuperaciones lentas. China se desaceleró un poco más de lo proyectado mientras que las grandes economías de América Latina registraron crecimientos bajos o negativos, e inferiores a los estimados. Estos resultados han incidido en una demanda externa para los productores colombianos más débil que la estimada antes.

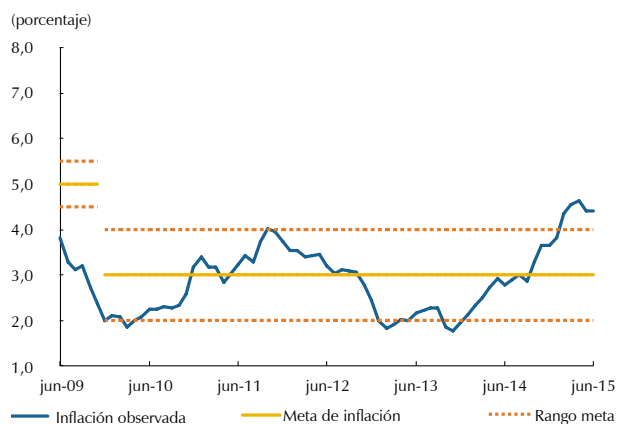
El dólar se sigue fortaleciendo y se espera que en lo que resta del año la Reserva Federal de los Estados Unidos aumente su tasa de interés. El precio internacional del petróleo descendió al igual que otras cotizaciones de bienes básicos que exporta Colombia, generando una caída en los términos de intercambio. El efecto negativo sobre el ingreso nacional ha contribuido al aumento de las medidas de riesgo del país. Todo esto explica en parte la fuerte devaluación del peso frente al dólar, la cual contribuirá a amortiguar parcialmente el efecto negativo de los menores términos de intercambio sobre el crecimiento.

En estas condiciones, el gasto interno de Colombia se está ajustando a la menor dinámica del ingreso nacional. Para el segundo trimestre de 2015, los indicadores de comercio al por menor, de confianza al consumidor y del comercio, de expectativas económicas, de importaciones de bienes de capital y de consumo, muestran que la demanda interna se desaceleró. Con lo anterior y con la evolución observada de la demanda externa de bienes y servicios nacionales, el equipo técnico estima que el crecimiento económico para el segundo trimestre de 2015 habría sido similar al registrado en el primero. Para todo 2015, el pronóstico de crecimiento del PIB más probable se revisó de 3,2% a 2,8%, contenido en un rango entre 1,8% y 3,4%. Respecto a la proyección de abril pasado, esta revisión obedeció principalmente a menores crecimientos esperados de nuestros socios comerciales, del consumo público y de la construcción de edificaciones.

En junio la inflación anual al consumidor (4,42%) se mantuvo relativamente estable y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica (4,14%) aumentó por noveno mes consecutivo (Gráfico A). La menor dinámica en la oferta de alimentos, la transmisión de la depreciación nominal a los precios al consumidor y el

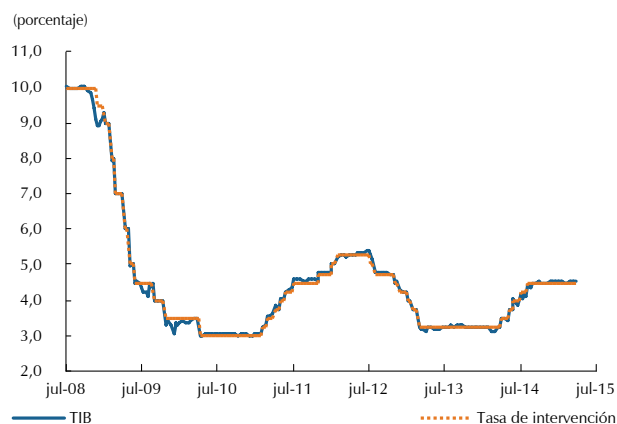
incremento en los costos de las materias primas importadas, explican en gran parte la aceleración de la inflación en lo corrido del año.

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
(2008-2015)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 31 de julio de 2015.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Las proyecciones del equipo técnico sugieren que a finales de 2015 la inflación estará cerca de los actuales niveles e iniciará su proceso de convergencia a la meta (3%) en 2016. Hasta el momento, los indicadores disponibles de expectativas de inflación muestran que los agentes también perciben el incremento de los precios al consumidor como un fenómeno de naturaleza transitoria. Así lo indican las expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años, y las que se derivan de los TES a 2, 3 y 5 años, las cuales continúan cerca del 3%.

No obstante, existe el riesgo de que movimientos necesarios en un precio relativo, como la tasa de cambio, en conjunto con otros choques de oferta, desanclen las expectativas de inflación a más de un año. Asimismo, existe el riesgo de que la magnitud del ajuste del gasto no sea compatible con la estabilidad macroeconómica. Según el contexto económico descrito, durante lo que resta del año la inflación se mantendrá por encima del límite superior del rango meta y el gasto interno de la economía continuará ajustándose gradualmente a la menor dinámica del ingreso nacional. Se espera que en el horizonte de acción de la política monetaria los choques temporales de precios se reviertan en un entorno de expectativas de inflación ancladas en la meta. En estas condiciones, la Junta consideró apropiado mantener la tasa de interés en 4,5% (Gráfico B).

La Junta continuará haciéndole seguimiento a la inflación y las expectativas de inflación y al tamaño del ajuste del gasto interno y su coherencia con la estabilidad macroeconómica. También reiteró su compromiso de mantener la inflación y sus expectativas ancladas a la meta, reconociendo el incremento transitorio del ritmo de aumento de los precios.

José Darío Uribe
Gerente General

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Juan Sebastián Amador

Édgar Caicedo

Camilo Cárdenas

Joan Granados

Daniel Parra

Juan Sebastián Rojas

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

Jefe

Luis Hernán Calderón

Celina Gaitán

Aarón Levi Garavito

Jhon Edwar Torres

Asistente del Departamento de Programación e Inflación

Gloria Sarmiento

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Franz Hamann (director), Jesús Antonio Bejarano (jefe de sección), Rafael Hernández, Camila Londoño y Joao Hernández, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López, investigador principal de la Unidad de Investigaciones; María Alejandra Prieto, Paola Andrea Jaramillo y Nicolás Martínez, estudiantes en práctica.

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

En junio de 2015 los términos de intercambio de Colombia se encontraban en los niveles más bajos desde 2009.

En este informe se redujeron los pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Colombia para 2015 y 2016.

Durante el primer trimestre de 2015 el déficit en la cuenta corriente se amplió como porcentaje del PIB. Para el resto del año se estima que el desbalance externo se irá ajustando, pero para todo 2015 será mayor que el de 2014 como porcentaje del PIB.

A. COYUNTURA INTERNACIONAL

1. Términos de intercambio y precios de los bienes básicos

Los términos de intercambio permanecen en los niveles más bajos desde 2009, lo cual está afectando adversamente la dinámica del ingreso nacional.

El hecho internacional más relevante para la economía colombiana durante el presente año es la fuerte destorcida de sus términos de intercambio, la cual está afectando de manera negativa la dinámica del ingreso nacional. Durante el segundo trimestre de 2015 (con cifras a mayo), el indicador de términos de intercambio (según la metodología de comercio)¹, si bien frenó la fuerte tendencia decreciente que había iniciado a mediados del año anterior, registra una caída de 19,6% frente al mismo período de 2014 y permanece en los niveles más bajos desde 2009 (Gráfico 1).

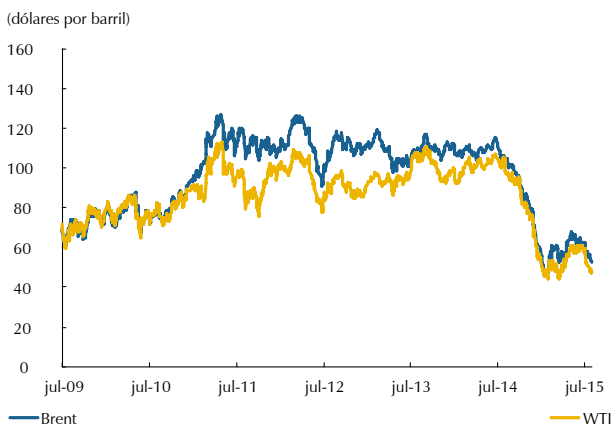
¹ La medida de términos de intercambio según la metodología de comercio utiliza como fuente los registros administrativos de exportaciones e importaciones (fuente DIAN-DANE). Siguiendo las recomendaciones internacionales (relacionadas con la volatilidad de las series, homogeneización de los valores unitarios, entre otras) se calculan los precios implícitos para cada partida arancelaria y, posteriormente, se ponderan en un índice de precios tipo Paasche encadenado.

Gráfico 1
Índice de términos de intercambio de Colombia
(metodología comercio)



Nota: Para mayor información sobre la metodología empleada, véase el Recuadro 2 del Informe sobre Inflación de septiembre de 2013.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2
Precio internacional del petróleo
(Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

Este comportamiento está explicado, en gran medida, por la dinámica de los precios internacionales del petróleo, los cuales cayeron de forma importante entre junio de 2014 y enero de 2015, para luego mantenerse relativamente estables en niveles bajos² (Gráfico 2). De esta forma, durante el segundo trimestre de 2015 la cotización internacional del crudo (referencia Brent) presentó un promedio de USD 62,5 por barril; es decir, 43,2% por debajo del registro del mismo período del año anterior (USD 110,0 por barril). Esta reducción responde, principalmente, a una amplia oferta mundial de crudo, por lo que varios analistas consideran que gran parte de su descenso sería de carácter permanente.

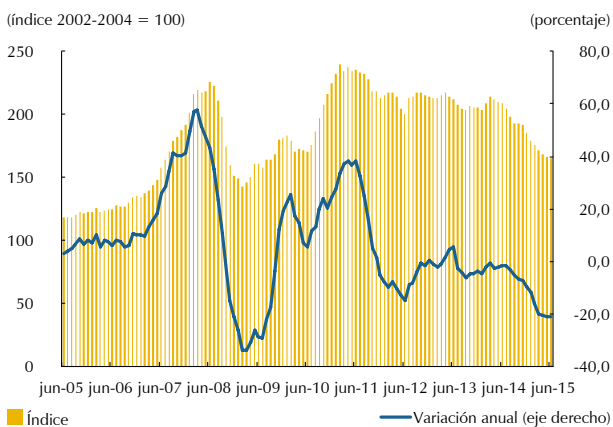
En julio se observó una nueva disminución del precio del petróleo, al ubicarse en un valor promedio de USD 56,8 por barril. Los movimientos recientes estarían explicados, principalmente, por las perspectivas de que la oferta mundial de crudo continuaría siendo elevada, gracias a que los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) aumentaron su producción a niveles históricamente altos, a que la explotación en Estados Unidos continúa expandiéndose y a que de nuevo Irán tendría acceso a los mercados mundiales en los próximos meses. A lo anterior se suma un elevado nivel de inventarios de crudo, la débil demanda global y la apreciación del dólar.

Por su parte, los precios de otros bienes básicos de exportación del país también se redujeron durante el segundo trimestre de 2015 con respecto a lo observado en el mismo período del año anterior, exacerbando así el deterioro de los términos de intercambio. En parti-

cular, el precio del café se situó en USD 1,53 por libra, en promedio, entre abril y junio, lo cual representa una caída anual de 26,9%, que se explica, en gran parte, por la reversión de los choques de origen climático que habían afectado la producción en Brasil el año anterior. Adicionalmente, las cotizaciones internacionales del níquel y del carbón mostraron reducciones anuales de 29,3% y 16,6% durante el segundo trimestre, como consecuencia en particular de una menor demanda global por estos bienes, en especial por parte de las economías emergentes. Este comportamiento continuó durante julio, por lo que los precios de los bienes básicos de exportación del país se mantienen en niveles bajos.

² Véase el Recuadro: Determinantes de la disminución reciente del precio del petróleo, evaluación de pronósticos y perspectivas”, del Informe sobre Inflación de diciembre de 2014.

Gráfico 3
Precios internacionales de los alimentos



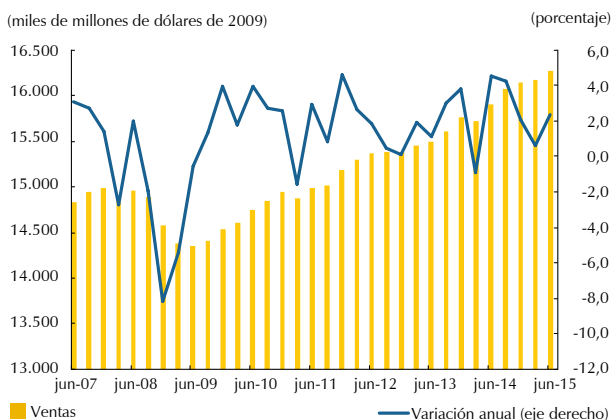
Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura.

Entretanto, las cotizaciones de algunos alimentos importados por Colombia también se redujeron durante el segundo trimestre, tal y como se aprecia en el índice de precios de alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para los Alimentos y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés) (Gráfico 3). Sin embargo, los precios promedio de julio para el maíz, el trigo y la soya se incrementaron desde los bajos niveles observados en meses anteriores, luego de que las agencias especializadas reportaran inventarios y áreas de cultivos en América del Norte menores que los esperados.

2. Actividad real, inflación y política monetaria

Adicional al choque a los términos de intercambio, la economía colombiana está enfrentando una menor demanda por sus exportaciones por cuenta del débil desempeño económico de varios de sus principales socios comerciales. Los registros de la actividad económica mundial disponibles para el segundo trimestre indican que el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2015 sería menor que el del año anterior y que el proyectado por el equipo técnico del Banco de la República en el *Informe sobre Inflación* de marzo.

Gráfico 4
PIB real de los Estados Unidos

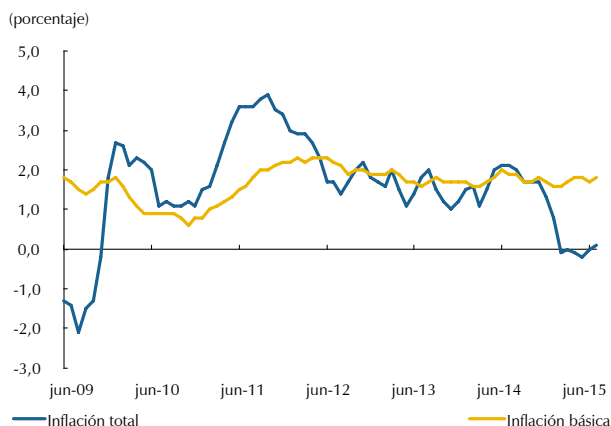


Fuente: Bureau of Economic Analysis.

En el caso de los Estados Unidos, las cifras más recientes muestran una recuperación de la economía, luego de la fuerte desaceleración observada entre enero y marzo. De esta forma, la expansión del PIB pasó de 0,6% trimestre anualizado (t. a.) (revisado de -0,2% t. a.) en el primer trimestre a 2,3% t. a. tres meses adelante (Gráfico 4). Esta recuperación estuvo explicada, en gran parte, por la reactivación tanto del consumo privado como de las exportaciones, lo cual compensó el menor dinamismo de la inversión no residencial. Cabe mencionar, sin embargo, que el desempeño de la economía estadounidense durante la primera mitad del año fue menor que el esperado por el equipo técnico del Banco de la República en el *Informe sobre Inflación* de marzo.

En los Estados Unidos el mercado laboral ha vuelto a mostrar un comportamiento favorable. Durante el segundo trimestre se observó una mejora en la creación de empleo, luego de alguna pérdida de dinamismo en los primeros tres meses del año. De esta forma, el incremento promedio mensual de las nóminas no agrícolas pasó de cerca de 195.000 trabajadores entre enero y marzo a 221.000 trabajadores tres meses adelante, por lo que la tasa de desempleo se redujo en junio a 5,3%. Adicionalmente, otros indicadores que monitorea la Reserva Federal (Fed), como

Gráfico 5
Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

el desempleo de largo plazo³ y la tasa de subempleo⁴, han continuado mejorando y sugieren que siguen disminuyendo los excesos de capacidad en el mercado laboral.

En cuanto a la inflación, la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) se mantuvo relativamente estable durante el segundo trimestre, como consecuencia, principalmente, de los bajos precios de los combustibles. Al excluir elementos volátiles, como los alimentos y los combustibles, la inflación anual no presentó cambios significativos y permaneció ligeramente por debajo de la meta de la Fed (2,0%) (Gráfico 5).

En este contexto, el incremento de la tasa de interés por parte de la Fed, que los principales analistas anticipaban para mediados del presente año, se estaría postergando para la última parte del año. La mediana de las proyecciones más recientes del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) de la Fed sugiere que la tasa de referencia a diciembre de 2015 se situaría entre 0,50% y 0,75%, lo cual representa un incremento de 50 puntos básicos (pb) frente al nivel actual. La misma fuente apunta a alzas graduales durante los dos siguientes años.

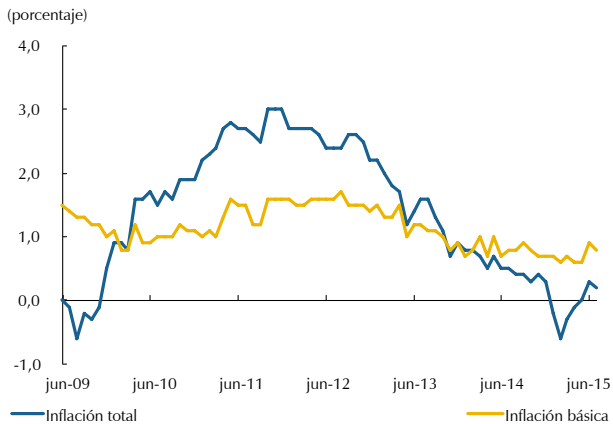
En la zona del euro las cifras de actividad real y de confianza disponibles para el segundo trimestre sugieren que la economía de la región ha continuado expandiéndose a un ritmo lento y que la cifra de crecimiento para este período sería similar a la observada durante los primeros tres meses del año. Aun así, esto significa una mejoría frente al poco dinamismo registrado el año anterior, lo que se explica, principalmente, por el mejor comportamiento que reportan las exportaciones, las cuales han ganado en competitividad debido a la depreciación del euro frente al dólar. A esto se suman algunos incrementos en la demanda por crédito y un mayor ingreso disponible de los hogares, esto último gracias a los bajos precios de los combustibles. Adicionalmente, la incertidumbre generada por los más recientes sucesos en Grecia no habría tenido efectos significativos sobre la confianza ni sobre la actividad real.

Entretanto, la inflación anual de la zona del euro se mantuvo en niveles bajos durante el segundo trimestre y registró 0,2% a junio. La reducción en el precio de los combustibles explica gran parte de los bajos niveles de la variación anual de los precios. La inflación anual, excluyendo alimentos y combustibles,

3 Número de personas que no han conseguido empleo en más de 27 de semanas como proporción del total de desempleados.

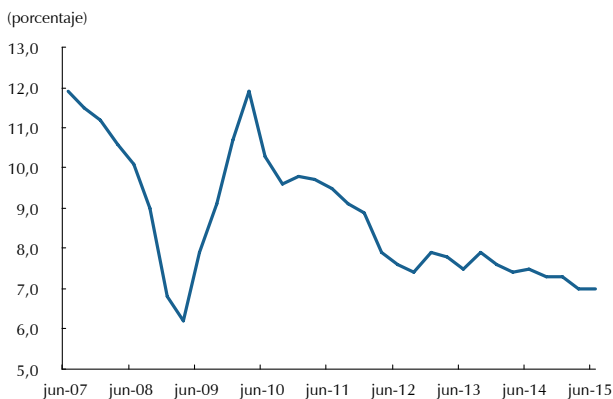
4 Número total de desempleados, de empleados con trabajos de tiempo parcial que manifiestan querer trabajar tiempo completo y aquellos fuera de la oferta laboral que estarían dispuestos a trabajar en caso de conseguir empleo (marginamente vinculados al mercado laboral), como proporción de la fuerza laboral y de los marginalmente vinculados al mercado laboral.

Gráfico 6
Indicadores de inflación anual total y básica en Europa



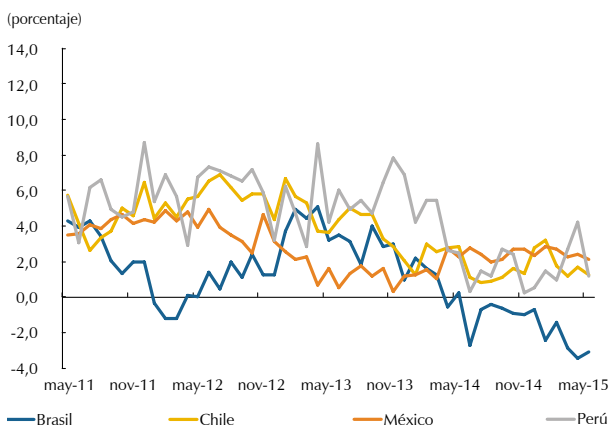
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7
Crecimiento anual del PIB real para China



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8
Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina



Fuente: Datastream.

se mantuvo relativamente estable alrededor de 0,8%, aunque muy por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE), (definida por esta institución como inferior, pero cercana al 2%) (Gráfico 6). Pese a lo anterior, las expectativas de inflación presentaron una clara tendencia creciente entre abril y junio, lo cual ha mitigado los riesgos de deflación que habían emergido hacia finales del año anterior.

En este contexto de inflación baja y de crecimiento económico modesto, el BCE continúa ejecutando una política monetaria altamente expansiva. La institución mantuvo las tasas de interés en niveles históricamente bajos, continuó estimulando la oferta de crédito mediante las operaciones de refinanciamiento de largo plazo (TLTRO, por su sigla en inglés) y mantuvo su programa de relajamiento cuantitativo en el que compra mensualmente EUR 60 mil millones en bonos soberanos, títulos respaldados por activos (*asset backed securities*) y bonos garantizados (*covered bonds*).

Por el lado de los países emergentes, el hecho más sobresaliente es el debilitamiento que experimenta la economía China. Durante el segundo trimestre el crecimiento del PIB chino fue de 7,0%, igual al de tres meses atrás, inferior al 7,4% de 2014 y muy por debajo de lo que había sido el ritmo de expansión en años anteriores (Gráfico 7). Este comportamiento relativamente modesto está asociado con la pérdida de dinamismo de su demanda interna, en especial en inversión, y a una reducción del comercio externo, por la fortaleza del yuan y por el lento crecimiento mundial. Entretanto, la inflación se mantuvo en niveles bajos y registró 1,4% en junio. En este contexto, el banco central de este país redujo de nuevo su tasa de referencia y relajó algunos requerimientos regulatorios, buscando moderar así la desaceleración de esta economía.

En el caso de América Latina, las cifras a mayo de actividad real sugieren que los países de la región continuaron creciendo a tasas bajas durante el segundo trimestre con respecto al promedio de la última década. Sin embargo, el panorama por países es desigual (Gráfico 8). Por una parte, las economías de Chile, México y Perú han mostrado algunas señales de recuperación, aunque con poco dinamismo, pues continúan afectadas por el choque a sus términos de

El crecimiento económico en América Latina sigue mostrando un muy bajo dinamismo, aunque presenta un comportamiento heterogéneo por países.

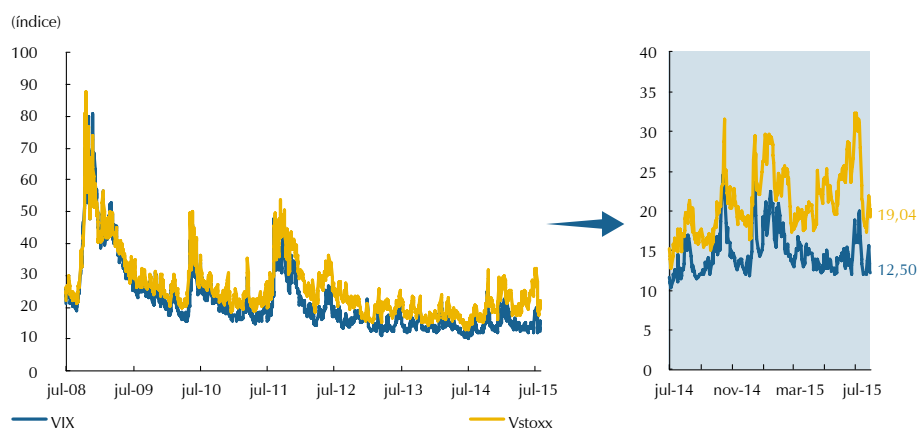
intercambio, por la menor demanda externa y por el lento ritmo de expansión del consumo y de la inversión. Por otro lado, en Brasil se habría profundizado la recesión que inició el año anterior, como resultado del ajuste fiscal que adelanta su gobierno y de los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores. Igualmente, en Venezuela, si bien no hay disponibles datos oficiales, se espera que haya seguido el fuerte retroceso económico por culpa de la caída en el precio del petróleo, el cual se suma a sus diversos problemas estructurales.

En cuanto a la inflación y a las respuestas de política monetaria en América Latina también se ha observado un comportamiento heterogéneo entre países. En México, con cifras a junio, la variación anual de los precios se mantuvo cercana al objetivo del banco central, por lo que esta institución mantuvo sus tasas en niveles relativamente bajos. Entretanto, en Perú y Chile la inflación se incrementó y se ubicó por encima del rango meta, al verse afectada por la depreciación de sus monedas. Pese a esto, las expectativas de inflación se mantienen ancladas a los objetivos de sus respectivos bancos centrales, lo que ha permitido a las autoridades monetarias mantener sus tasas de referencia en terreno expansivo. Por el contrario, en Brasil la variación anual de los precios sigue alta y con una marcada tendencia creciente, lo cual ha obligado al banco central a efectuar una fuerte subida en su tasa de intervención.

3. Mercados financieros

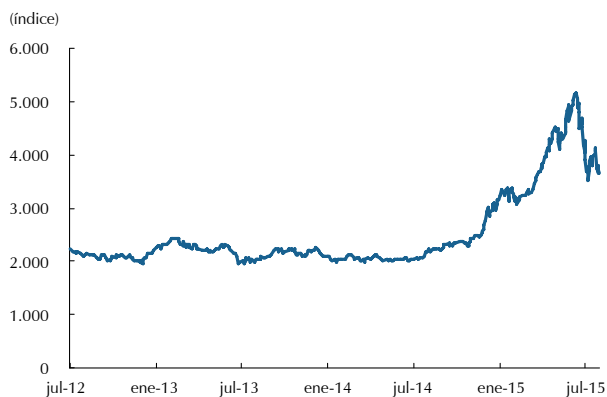
Con respecto a los mercados financieros internacionales, durante la última parte del segundo trimestre y a comienzos de julio se observó un importante incremento en los índices de volatilidad financiera (Gráfico 9). Lo anterior es el resultado, en especial, de la mayor aversión al riesgo global, asociada con las dificultades que enfrentó Grecia para lograr un acuerdo con sus acreedores. Sin embargo, hacia mediados de julio, con la aceptación por parte del gobierno griego de las condiciones para un nuevo plan de financiamiento, los mercados financieros internacionales tendieron a estabilizarse.

Gráfico 9
Índices de volatilidad



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10
Índice compuesto de la bolsa de Shanghai



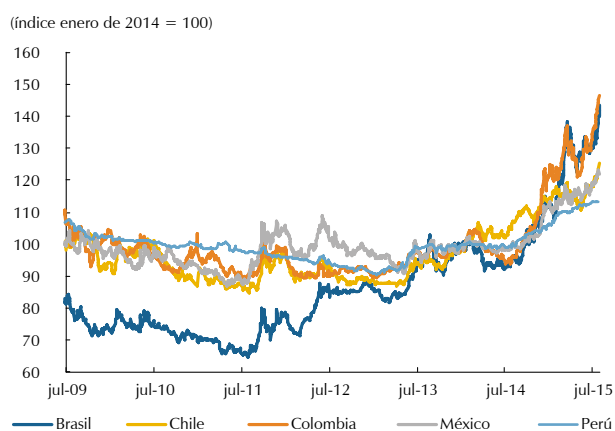
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 11
Índice de tasa de cambio del dólar
(ponderado por comercio)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



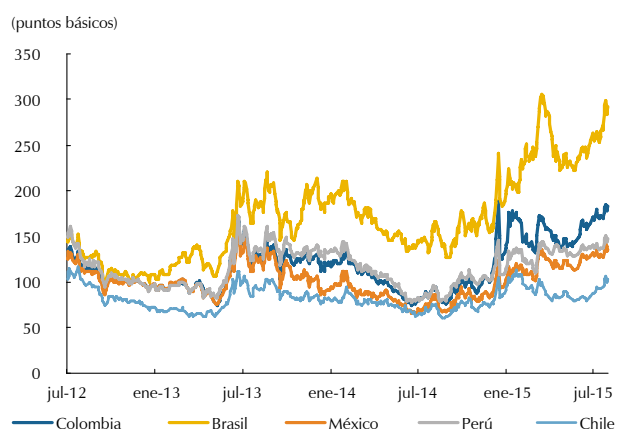
Fuente: Bloomberg.

A pesar de lo anterior, durante la redacción de este informe los mercados financieros parecían estar sometidos a nuevas presiones, esta vez provenientes del desplome de los principales índices bursátiles chinos desde los elevados niveles que habían alcanzado meses atrás (Gráfico 10). Varios analistas consideran que el impacto de esto en la actividad económica de China debe ser limitado debido a la baja participación de estos activos dentro de la riqueza de los hogares y del poco uso de las acciones como fuente de financiamiento de las empresas. No obstante, no se puede descartar que caídas adicionales en estos índices puedan contagiarse a otros segmentos del sistema financiero de este país y así amenazar su estabilidad.

Los movimientos recientes del dólar y de las tasas de largo plazo de los principales países desarrollados sugieren que los agentes en los mercados financieros podrían estar anticipando un incremento de la tasa de referencia por parte de la Fed hacia la última parte del año. En junio y julio del presente año el índice de tasa de cambio del dólar (ponderado por comercio) retomó la fuerte apreciación frente a las monedas de los principales países desarrollados, la cual había iniciado a finales de 2014 (Gráfico 11), mientras que las tasas de los bonos de los Estados Unidos y de los principales países de la zona del euro fueron más altas en promedio durante el segundo trimestre que las observadas a comienzos del año.

En cuanto a los mercados financieros en América Latina, a comienzos del tercer trimestre se observó una fuerte tendencia a la depreciación de las monedas de los principales países de la región frente al dólar (Gráfico 12) junto con un incremento en sus primas de riesgo (Gráfico 13). Cabe destacar que ambos movimientos fueron más marcados en Colombia y Brasil. En el caso de este último, los movimientos más fuertes están explicados por una mayor percepción de riesgo en esta economía, la cual se exacerbó luego de los anuncios de que no se alcanzarían las metas fiscales que se habían establecido a comienzos de año. En cuanto a Colombia, este comportamiento responde a la nueva caída en los precios del petróleo, la cual deberá impactar adversamente el ingreso nacional, en especial el del sector público, y de seguro estará acompañada por una reducción de las entradas de capital al país.

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



Fuente: Bloomberg.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

En el presente informe se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales de Colombia frente a lo presentado en el *Informe sobre Inflación* de marzo. La proyección de la expansión anual promedio del PIB de los socios comerciales de Colombia (ponderada por comercio no tradicional) pasó de 1,3% a 0,9% para 2015 y de 2,4% a 2,2% para 2016 (Cuadro 1).

En el caso de los Estados Unidos se revisó a la baja el pronóstico de crecimiento para todo 2015, como consecuencia del bajo dinamismo que se observó durante el primer trimestre y de la lenta recuperación durante el segundo. Sin embargo, para lo restante del año y para 2016 se espera que los fundamentales del consumo permanezcan en condiciones favorables, por lo que el gasto de los hogares se consolidaría como el principal motor de crecimiento de su

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2014	Proyecciones para 2015			Proyecciones para 2016		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos	2,4	2,0	2,4	2,8	2,0	2,8	3,6
Zona del euro	0,8	0,8	1,3	1,8	0,0	1,4	1,8
Venezuela ^{a/}	(4,0)	(8,0)	(6,0)	(4,0)	(4,0)	(1,0)	2,0
Ecuador	3,8	0,2	1,2	2,2	1,0	2,0	3,0
China	7,4	6,4	6,7	7,0	6,0	6,5	7,0
Otros socios							
Brasil	0,1	(2,0)	(1,5)	(1,0)	0,2	1,0	1,8
Perú	2,4	2,5	3,5	4,0	3,0	4,5	5,5
México	2,1	2,3	2,7	3,3	2,5	3,2	4,0
Chile	1,8	2,3	2,8	3,3	2,5	3,5	4,5
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	1,5	0,1	0,9	1,6	1,1	2,2	3,3
Países desarrollados^{b/}	1,8		2,1			2,4	
Países emergentes y en desarrollo^{b/}	4,6		4,2			4,7	
Total mundial^{b/}	3,4		3,3			3,8	

a/ Los datos de Venezuela para 2014 no están disponibles. Se usa el pronóstico publicado en el Informe sobre Inflación de diciembre para el cálculo de crecimiento de los socios comerciales.

b/ Pronósticos del FMI de julio de 2015.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

En este Informe se supone que la Fed comenzará a incrementar su tasa de referencia a finales del tercer trimestre, lo cual se transmitiría de manera ordenada a las tasas de mercado.

actividad económica. Adicionalmente, la inversión destinada al sector petrolero dejaría de restar al crecimiento económico, en la medida en que la mayor parte del ajuste en este rubro se habría dado en el primer semestre del año. Así, se espera un mejor comportamiento para la demanda interna, el cual compensaría la debilidad de las exportaciones, que resultarán afectadas por la apreciación del dólar frente a las principales monedas del mundo y por el menor crecimiento de sus socios comerciales.

Las cifras de creación de empleo en los Estados Unidos deberán ser consistentes con el mejor comportamiento que se espera de la economía, por lo que el mercado laboral continuaría con su recuperación. De esta forma, se seguirían eliminando los excesos de capacidad existentes y comenzarían a aparecer algunas presiones al alza sobre los salarios, lo cual permitiría que hacia 2016 la inflación muestre una tendencia creciente y converja lentamente hacia la meta de largo plazo de la Fed. En este *Informe* se supone que los incrementos en la tasa de referencia, que se efectuarían a finales del tercer trimestre y continuarían de forma muy gradual durante todo 2016, se transmitirían de manera ordenada a las tasas de mercado.

En la zona del euro la recuperación de la región continuaría lentamente, tal y como se esperaba en el *Informe sobre Inflación* 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. Por su parte, el debilitamiento del euro seguiría impulsando las exportaciones por fuera de la unión europea. Además, se espera que el conflicto geopolítico en Europa del Este y que la incertidumbre generada por los más recientes sucesos en Grecia no impacten de forma importante la confianza de consumidores y empresarios.

En el caso de China, el escenario central de este informe prevé que su crecimiento se seguiría moderando a medida que la inversión en activos fijos y la expansión del crédito se siguen reduciendo desde los elevados niveles observados en años anteriores. Además, las exportaciones le deberán restar impulso al crecimiento, como consecuencia de que el yuan se ha fortalecido frente a la mayoría de monedas del mundo y de que la demanda global permanece débil. Sin embargo, las medidas de estímulo por parte del gobierno y del banco central permitirían que la desaceleración no sea tan marcada.

La economía china continuaría desacelerándose durante la segunda mitad de 2015 y en 2016.

En América Latina se espera un comportamiento heterogéneo entre países. Por un lado, Perú y Chile exhibirían alguna recuperación durante el segundo semestre de 2015 y en 2016, como consecuencia del estímulo por parte del sector público y la reversión de algunos choques de oferta. De forma similar, México se vería favorecido por la mayor dinámica de la economía estadounidense. En contraste, la economía de Brasil se seguiría contrayendo en lo que resta de 2015 como consecuencia de su consolidación fiscal y de los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores. Para 2016 se observaría alguna recuperación. En el caso de Venezuela se espera una fuerte contracción económica para todo 2015.

Este escenario central sigue presentando importantes riesgos a la baja. El principal proviene de una posible reacción desordenada de los mercados financieros internacionales ante el incremento de la tasa de interés por parte de la Fed. En caso de presentarse esta situación, se esperaría una apreciación mucho más fuerte del dólar, una caída en los índices bursátiles y un rápido incremento de las tasas de largo plazo. Ello podría resentir la actividad real estadounidense. Además, se presentarían salidas de los flujos de capital de los países emergentes con potenciales efectos adversos sobre estas economías.

Otro riesgo importante es una desaceleración más fuerte en China y en las economías emergentes exportadoras de bienes básicos. En el caso chino, esto ocurriría por problemas asociados con su estabilidad financiera, como consecuencia de los altos niveles de endeudamiento y de los desbalances que se han acumulado en los últimos años en el mercado accionario y de vivienda. En el caso de los países exportadores de bienes básicos, como lo son la mayoría en América Latina, una caída más fuerte de sus términos de intercambio podría impactar en mayor medida su actividad económica.

Con respecto a los bienes básicos exportados por Colombia, el escenario central prevé que el precio promedio del petróleo (Brent) se ubique ligeramente por encima de los USD 60 por barril durante el segundo semestre del año, con lo que el precio promedio para todo el año sería de USD 59 por barril. En 2016 una recuperación de la demanda global y una menor producción de crudo en Norteamérica permitirían algún incremento en los precios, con lo que el promedio para el año sería de USD 65 por barril (Cuadro 2).

No obstante, cabe aclarar que persiste una gran incertidumbre del comportamiento del precio del petróleo. Por un lado, una reducción más pronta de la producción en los Estados Unidos o nuevos brotes de conflictos geopolíticos en Medio Oriente presionarían los precios al alza. Por el otro lado, el bajo crecimiento mundial, los crecientes niveles de los inventarios de crudo, el restablecimiento de la venta de petróleo iraní a los mercados internacionales y una mayor apreciación del dólar los presionarían a la baja.

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

Principales productos	2014	Proyecciones para 2015			Proyecciones para 2016		
		Escenario			Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	1,97	1,55	1,65	1,80	1,60	1,80	2,10
Petróleo Brent (dólares por barril)	99,2	54	59	64	45	65	75
Carbón (dólares por tonelada)	72,6	56	62	65	54	60	63
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	16.898	13.890	14.363	15.428	12.851	15.119	17.387
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.266	1.250	1.200	1.150	1.400	1.250	1.100

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

En el primer trimestre de 2015 el déficit en la cuenta corriente del país fue de 7,0% del PIB, resultado de un fuerte deterioro de la balanza comercial de bienes y del efecto de la depreciación en el PIB en dólares.

Con respecto a los precios de otros bienes básicos de exportación, se espera una recuperación en las cotizaciones del café, carbón y níquel durante el segundo semestre y en 2016, aunque estas permanecerían por debajo del promedio de los últimos años. En este contexto, se prevé que los términos de intercambio para Colombia se mantendrán en niveles similares a lo observado en la primera parte de 2009, lo cual es significativamente inferior a los niveles de los años más recientes.

B. BALANZA DE PAGOS

En el primer trimestre de 2015 la balanza de pagos del país registró un déficit en la cuenta corriente de 7,0% del PIB (USD 5.136 m), superior al observado en el mismo período del año anterior (4,6% del PIB; es decir, USD 4.032 m). Esta ampliación, como porcentaje del PIB, se explica en 1,1 puntos porcentuales (pp) por el mayor déficit en dólares y en 1,3 pp por el efecto de la depreciación del peso en la medición en dólares del PIB nominal.

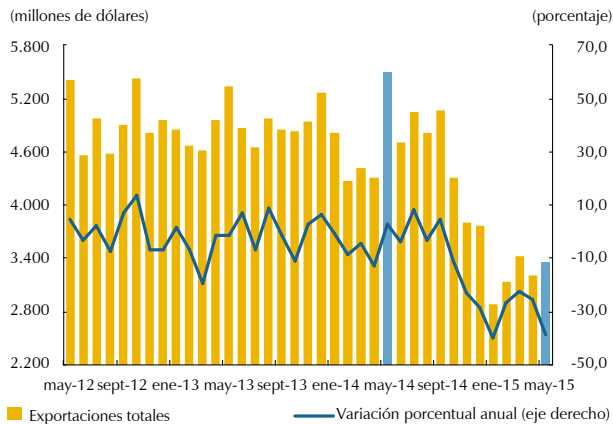
En dólares la ampliación del déficit se asocia principalmente con el importante deterioro de la balanza comercial, reflejo de la caída de los precios de los principales productos de exportación del país y la menor demanda externa por el resto de productos. Las exportaciones fueron 26% menores que las registradas un año atrás frente a unas importaciones que se redujeron levemente en este período (-4,3%). Lo anterior se vio, en parte, compensado por una significativa reducción de los egresos por remisión de utilidades, tanto del sector petrolero, como del resto de sectores.

En términos del financiamiento, los flujos de capital para los primeros tres meses del año sumaron entradas netas por USD 4.796 m, superiores en USD 558 m a las registradas en el mismo período del año anterior. En términos netos, este resultado refleja una disminución en la inversión directa y de portafolio, que fue compensada por un aumento en los recursos de otra inversión (préstamos), en particular aquellos dirigidos al sector público. En particular, la inversión extranjera directa (IED), como se esperaba, disminuyó durante el primer trimestre 25,9% anual, resultado de una fuerte reducción de los recursos dirigidos tanto al sector petrolero (-22,6%) como al resto de sectores (-26,8%). Las inversiones directas de colombianos en el exterior también se redujeron durante este período, compensando de manera parcial la menor IED. La inversión de cartera de igual modo registró menores entradas netas que en el primer trimestre del año anterior, en especial aquella asociada con los recursos dirigidos hacia el mercado de deuda local. Contrario a este comportamiento, a marzo de 2015 se observó un importante aumento de los recursos provenientes de otra inversión, resultado en especial de la contratación de créditos de largo plazo por parte del sector público no financiero.

El deterioro en la balanza comercial se vio compensado, en parte, por la reducción de los egresos por remisión de utilidades, tanto del sector petrolero, como del resto de sectores.

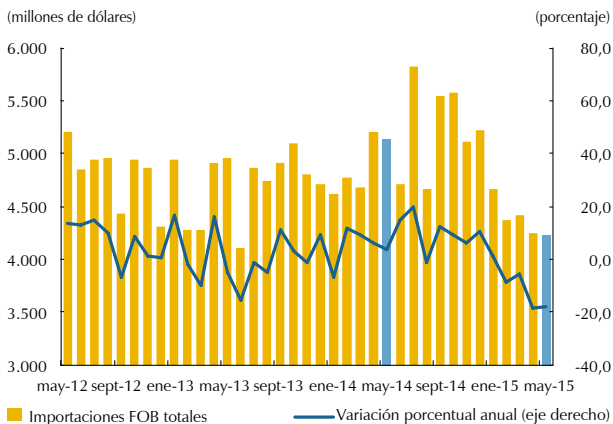
Frente a los resultados del primer trimestre para el balance externo, es importante destacar que con respecto al cuarto trimestre del año pasado el déficit en dólares de la cuenta corriente fue menor en USD 1.213 m, resultado de una reducción de los egresos netos por servicios no factoriales y de la renta factorial, frente a un

Gráfico 14
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15
Importaciones FOB totales
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

balance comercial que se mantuvo en niveles similares a los registrados en el último trimestre. Este informe considera que en adelante continuaría el ajuste del balance externo como respuesta al choque en los términos de intercambio y la consecuente reducción de los ingresos externos. En efecto, para el segundo trimestre de 2015 se espera que el resultado negativo de la balanza comercial en dólares se reduzca⁵.

La información disponible de comercio exterior de bienes para el bimestre abril-mayo de 2015 señala que el balance comercial sería menos negativo que el primer trimestre, aunque mayor al de un año atrás. En particular, las exportaciones totales en dólares en dicho bimestre cayeron en promedio 33% con respecto al año anterior (Gráfico 14), afectadas principalmente por las menores ventas de productos de origen minero (petróleo: -42,3%; carbón: -46,5%; refinados: -52,3%, y ferroníquel: -42,8%), sumadas a las reducciones en el resto de productos (origen agrícola: -12,6%, e industriales: -6,4%). Por su parte, el valor de las importaciones FOB⁶ cayó en términos anuales 18% (Gráfico 15) (véase sombreado, p. 25).

Al igual que lo observado en el primer trimestre del año, se espera que para el segundo trimestre haya reducciones adicionales en el déficit de servicios no factoriales (reflejo de menores gastos asociados con el comercio internacional) y en los egresos netos por la renta factorial. Esto último debido al impacto que sobre el giro de utilidades debe tener la caída del ingreso del sector minero-energético y la depreciación

del peso. Por su parte, los ingresos netos por transferencias corrientes mostrarían valores similares a los de los trimestres anteriores, impulsados por una ligera recuperación de las remesas de trabajadores provenientes de los Estados Unidos y de la zona del euro.

5 Sin embargo, la balanza comercial como porcentaje del PIB será mayor que lo observado en el segundo trimestre del año anterior, debido a una menor tasa de cambio en el cálculo del PIB en dólares para dicho período, así como por un menor crecimiento de la actividad económica.

6 A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB (*free on board*) de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF (*cost, insurance and freight*), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio en dólares de estas últimas fue de USD 4.450 m durante abril y mayo de 2015, con una reducción de 18,2% anual.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES PARA EL PRIMER Y SEGUNDO¹ TRIMESTRES DE 2015

Durante el primer trimestre de 2015 se registró una caída de las exportaciones totales de 30% con respecto al año anterior, debido a menores ventas externas de bienes de origen minero e industriales, las cuales se contrajeron en 41,5% y 11,6% anual, respectivamente. En el primer grupo se observaron caídas generalizadas en el valor exportado de todos los productos, excepto carbón y ferroníquel. La disminución más fuerte se registró en el grupo de refinados del petróleo, con una variación anual de -63,4%, debido al choque de oferta ocasionado por el cierre de la Refinería de Cartagena (Reficar)². Las exportaciones de petróleo, por su parte, cayeron 48% anual, dada la pronunciada reducción en su precio internacional (que registró en este período una caída de 49,6% anual).

Con respecto a las exportaciones industriales³, estas se vieron perjudicadas en especial por la reducción de las ventas externas de carne, textiles, confecciones y productos del sector gráfico. Por destinos, el más afectado fue el comercio con Venezuela, donde se registró una caída de 35,2% anual en las exportaciones industriales a este país, mientras las ventas hacia Ecuador se redujeron en 11,7%. Por el contrario, las ventas hacia los Estados Unidos aumentaron 1,2% durante el primer trimestre. Las ventas a otros destinos también mostraron una reducción del orden del 8,4% anual. Durante el mismo período los bienes de origen agrícola registraron un crecimiento de 24,5% anual, producto, principalmente, de un importante aumento del valor exportado de café. En particular, las exportaciones del grano mostraron un significativo crecimiento de 50,6% durante los primeros tres meses del año, resultado de los mayores volúmenes despachados.

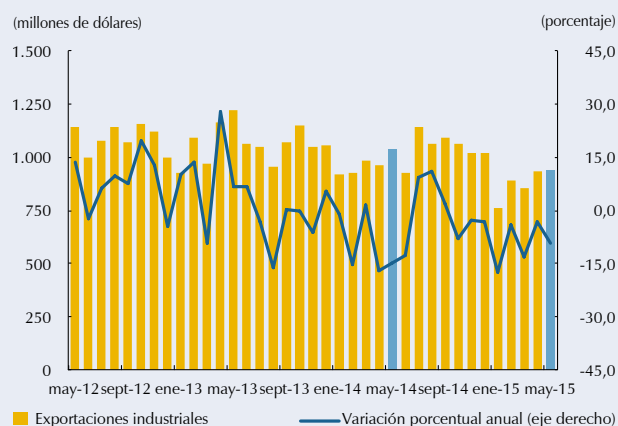
Por su parte, las importaciones se contrajeron en dólares 4,4% anual en el primer trimestre, impulsadas en particular por la reducción de las compras externas de bienes intermedios. Dicho grupo registró una disminución de 16,1% anual, resultado de la fuerte reducción del valor de las compras de combustibles y lubricantes (-44,7%), sumado a lo observado para las materias primas para la industria (-3,6%). Por el contrario, las compras externas de bienes

de consumo registraron un crecimiento de 2,2% anual, con un aumento de los bienes no durables de 7,7% y una caída en los bienes durables de 2,7%. Por último, las importaciones de bienes de capital se expandieron en 8,2% anual, impulsadas principalmente por el aumento en las compras de equipo de transporte (47,3%), compensadas en parte con reducciones generalizadas en materiales de construcción (-1,5%) y bienes de capital para la industria y la agricultura (-7,9% y -20,3% respectivamente).

Durante el bimestre abril-mayo de 2015 las exportaciones en dólares mostraron de nuevo una fuerte caída (-33%), atribuible a una reducción generalizada de las ventas externas en todos los grupos de bienes. En especial, las exportaciones de bienes de origen minero siguen mostrando fuertes reducciones derivadas de los bajos precios internacionales de cotización de estos productos. De esta manera, se observaron disminuciones de las exportaciones de petróleo y sus derivados (-42,3% y -52,3%, respectivamente), carbón (-46,5%), ferroníquel (-42,8%) y oro (-28%).

Con relación a las exportaciones industriales, entre abril y mayo se observó una disminución de las ventas externas de estos productos de 6,4% anual (Gráfico A). Lo anterior refleja una reducción de las exportaciones no tradicionales hacia todos los destinos (Gráfico B), en especial en el comercio hacia Venezuela, que sigue registrando una fuerte reducción (-20,4%). De igual manera, el comercio hacia los Estados Unidos, Ecuador y el resto de destinos se contrajo durante el bimestre (6,5%, 9,4% y 2,9%, respectivamente). Asimismo,

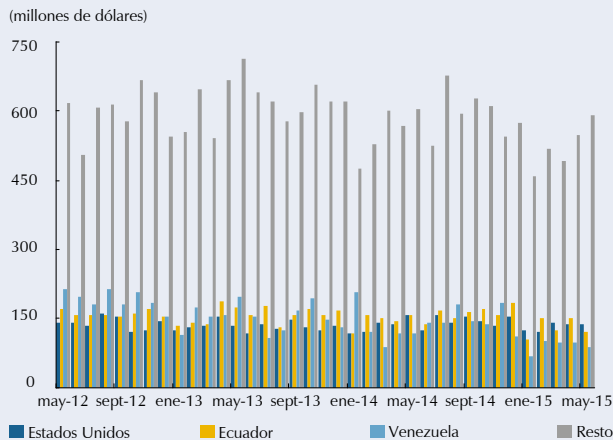
Gráfico A
Exportaciones industriales y otros^{a/}
(mensual)



- 1 Los datos del segundo trimestre se muestran con cifras a mayo.
- 2 La disminución en las exportaciones de derivados del petróleo se explican, en buena parte, por el cierre de Reficar a finales del primer trimestre de 2014 y, adicionalmente, por la reducción de los precios de los hidrocarburos.
- 3 Estas exportaciones no incluyen petróleo ni derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores; y representan el 26,5% del total exportado en dicho período. Las exportaciones de la industria manufacturera representan el 95,2% de este grupo.

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

Gráfico B
Exportaciones industriales sin productos básicos hacia los Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y resto^{a/} (mensual)

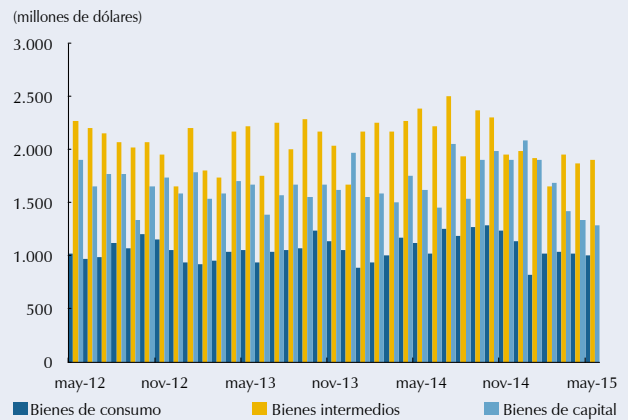


a/ No considera café, derivados del petróleo, ferróniquel, oro, banano ni flores.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

las exportaciones de bienes de origen agrícola registraron una reducción de 12,6% anual durante dicho bimestre, con una caída generalizada en el valor de las exportaciones de todos los productos de este grupo (-11,3%, -11,1% y 14,1% para banano, flores y café, respectivamente). Las menores ventas externas de café obedecieron en especial a las menores cotizaciones del grano en el mercado internacional.

En este mismo período las importaciones FOB en dólares reportaron una contracción anual de 18%. Esta reducción está asociada con caídas en el valor exportado de todos los tipos de bienes. Las compras externas de bienes de consumo cayeron 11,6% anual y las de bienes intermedios 19,1%, relacionadas, en parte, con los precios más bajos de combustibles y lubricantes. Finalmente, las compras de bienes de capital se redujeron un 21,9% (Gráfico C).

Gráfico C
Importaciones por tipo de bienes (FOB)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria⁷ muestra que en el segundo trimestre se mantiene la tendencia de un menor ritmo en la entrada de recursos de IED, en especial aquella asociada con el sector petrolero. Una caída aun mayor se observa para los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado frente a un año atrás, cuando hubo un aumento importante en estos recursos debido a la recomposición de los índices de deuda pública emergente de JP Morgan. Por su parte, en el segundo trimestre se sumaron recursos externos dirigidos hacia el sector público, producto de la colocación de bonos por USD 1.500 m por parte de Ecopetrol.

La estimación del déficit de la cuenta corriente para todo 2015 es algo superior a lo proyectado tres meses atrás y como porcentaje del PIB se mantiene por encima del registro de 2014. Así, en el escenario más probable, el déficit de la cuenta corriente estaría alrededor de 5,6% del PIB (Cuadro 3). Este resultado refleja una reducción del déficit en dólares a USD 17.214 m (desde USD 19.549 m en 2014),

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

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

	2011	2012	2013 (pr)	2014 (pr)	2015 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	(9.710)	(11.306)	(12.367)	(19.549)	(17.214)
Porcentaje del PIB	(2,89)	(3,06)	(3,25)	(5,17)	(5,61)
A. Bienes y servicios	955	(839)	(2.745)	(11.222)	(13.524)
B. Ingreso primario (renta de los factores)	(15.499)	(15.046)	(14.216)	(12.685)	(8.213)
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	4.834	4.579	4.594	4.358	4.523
Cuenta financiera (A + B + C + D)	(8.925)	(11.754)	(11.845)	(19.745)	(16.874)
Porcentaje del PIB	(2,66)	(3,18)	(3,12)	(5,22)	(5,50)
A. Inversión directa (ii - i)	(6.228)	(15.646)	(8.557)	(12.358)	(10.543)
i. Extranjera en Colombia (IED)	14.648	15.039	16.209	16.257	12.042
ii. Colombiana en el exterior	8.420	(606)	7.652	3.899	1.500
B. Inversión de cartera	(6.090)	(5.690)	(6.978)	(11.654)	(3.546)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	(349)	4.176	(3.257)	(170)	(2.557)
D. Activos de reserva	3.742	5.406	6.946	4.437	(228)
Errores y omisiones (E y O)	785	(448)	522	(196)	340

(pr): preliminar.

(proy): proyección.

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

Fuente: Banco de la República.

la cual resulta parcialmente compensada por el efecto de la depreciación del peso sobre la valoración del PIB en dólares, que asciende a 1,3 pp.

Dicho resultado es coherente con lo indicado en la sección anterior para el contexto internacional y las estimaciones de la demanda interna detalladas más adelante. Así, los ingresos por exportaciones de bienes seguirán afectados por el bajo nivel de los precios internacionales de los principales productos de exportación frente a lo observado en 2014. Sin embargo, dado el comportamiento en el segundo trimestre del año, las estimaciones del precio promedio de exportación para el petróleo y el carbón se revisaron al alza, disminuyendo ligeramente la caída de las exportaciones de los bienes de origen minero, frente a lo estimado un trimestre atrás⁸. Por el contrario, el pobre desempeño de la demanda externa por productos industriales llevó a revisar a la baja el pronóstico de las exportaciones de estos bienes, con lo que se estima una contracción de su valor exportado para todo el año. De esta manera, en el escenario central las exportaciones totales (en dólares) caerían cerca de 24%.

Por su parte, se espera una significativa reducción de las importaciones, por una fuerte caída en las compras de bienes de capital para la industria minero-energética,

8 Cabe señalar que para los bienes básicos se estiman expansiones de los volúmenes exportados para la mayoría de los productos, consistentes con las proyecciones de crecimiento de su producción, aunque menores a las esperadas hace tres meses para petróleo y carbón, y mayor para el café (1,2% petróleo; 3,0% carbón, y 6,7% café).

Para 2015 se estima un déficit corriente en dólares menor al del año anterior, resultado de un mayor ajuste de los egresos corrientes frente a la fuerte reducción de los ingresos corrientes.

por una demanda interna menos dinámica y por la reducción generalizada de los precios internacionales en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios (combustibles y derivados), según lo sugieren los datos de comercio del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) para el bimestre abril-mayo. En este contexto, las importaciones en dólares registrarían una contracción de alrededor de 16% para todo 2015.

A este ajuste en el valor de las compras externas de bienes se suma una reducción en el déficit estimado del balance de servicios no factoriales para el año 2015. Lo anterior sería resultado de mayores ingresos, favorecidos por un entorno de mayor competitividad en sectores como el turismo y los servicios personales, dada la depreciación de la moneda, y de la reducción de los gastos externos, en particular aquellos asociados con los fletes del comercio. Igualmente, se estima que los egresos netos por renta de los factores serán menores que los registrados en 2014, dada la menor remisión de utilidades esperada para el sector minero-energético (como ya se explicó), así como una reducción en el resto de sectores, resultado de las menores perspectivas de crecimiento de la actividad económica y los efectos de la fuerte depreciación sobre el valor en dólares de las utilidades remitidas. Por su parte, los ingresos netos por transferencias se estarían recuperando para 2015, impulsados en particular por las mejores condiciones en los Estados Unidos y España, que son fuente importante de remesas de trabajadores.

Por el lado de la cuenta financiera, se estima que para el resto del año continuaría la reducción de los recursos de financiación provenientes de la inversión directa y de cartera, en un entorno de desaceleración de la actividad económica en Colombia y posibles avances en la normalización monetaria en los Estados Unidos hacia el final del año. En este sentido, se proyecta una mayor caída de la IED neta para 2015 que lo previsto en el informe anterior, dada la confirmación en el primer trimestre del recorte de los flujos de financiación hacia el sector petrolero y la mayor reducción en los recursos hacia otros sectores, asociada con un mayor efecto de la depreciación sobre la reinversión de utilidades y las menores perspectivas de crecimiento de la economía. Para todo el año se estiman recursos netos de inversión directa por USD 10.543 m, que reflejan una disminución de los recursos de IED de 25,9% anual, compensada parcialmente por menores inversiones directas de colombianos en el exterior.

Sin embargo, el déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB será mayor al de 2014 debido al efecto de la depreciación sobre la valoración del PIB en dólares. Para 2015 se estima un déficit de 5,6% del PIB.

Asimismo, la financiación con recursos de inversión de cartera también será menor en 2015 frente a lo observado el año anterior, ya que se espera un menor flujo de capital extranjero hacia el mercado de deuda pública local, a pesar de las mayores colocaciones de bonos externos registradas en el primer semestre por parte de Ecopetrol y el sector privado. Lo anterior será compensado en parte por mayores recursos provenientes de créditos obtenidos por el sector público no financiero, y de una menor constitución de activos en el exterior por parte del sector privado, principalmente.

En este informe se consideraron escenarios alternos a la proyección central de la balanza de pagos para 2015 con base en diferentes supuestos sobre las condiciones de

Los recursos de financiación del déficit corriente seguirán disminuyendo en lo que resta de 2015, en particular aquellos dirigidos a la IED petrolera y a la inversión de cartera.

financiamiento internacional y de crecimiento interno. Si las condiciones de financiamiento internacional siguen siendo amplias, con un crecimiento de la economía alrededor del techo del rango de pronóstico, el déficit en la cuenta corriente sería de 6,4% del PIB. Por el contrario, con un menor financiamiento internacional y un crecimiento de la economía más bajo (límite inferior) se obtiene un déficit de 4,8% del PIB.

Para 2016 se proyecta un menor déficit en la cuenta corriente, en dólares y como proporción del PIB (alrededor de 5%). Esto estaría asociado principalmente con un menor déficit en la balanza comercial de bienes, junto con un panorama algo más favorable para los precios de los principales productos de exportación, una recuperación de los principales socios comerciales y el efecto de la entrada en producción en pleno de Reficar sobre las importaciones de combustibles. El déficit estaría financiado principalmente por recursos de IED, que se estiman algo mayores que los proyectados en 2015 gracias a la leve recuperación de los ingresos petroleros y a algunos recursos adicionales asociados con la iniciación de las obras de infraestructura de cuarta generación (4G) en el país. Se espera una reducción adicional en los flujos de inversión de cartera, préstamos y otra inversión.

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

La economía colombiana se expandió a una tasa anual de 2,8% durante los primeros tres meses del año, cifra acorde con lo estimado por el equipo técnico del Banco de la República.

La demanda interna se desaceleró y las exportaciones netas contribuyeron de manera negativa a la expansión del PIB, aunque en menor medida que lo registrado en trimestres anteriores.

Por el lado de la oferta, los sectores de mejor desempeño fueron el comercio, la construcción y los servicios financieros. Por el contrario, la industria y la minería mostraron contracciones anuales.

De acuerdo con la información disponible para el segundo trimestre del año, existe evidencia que sugiere que la actividad económica se habría expandido a un ritmo similar al registrado durante los primeros tres meses de 2015.

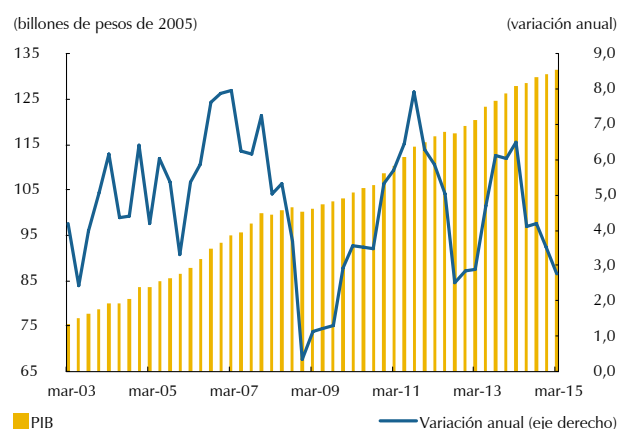
A. EL PIB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2015

La versión más reciente de las cifras de las cuentas nacionales, publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), reveló que la economía colombiana se expandió a una tasa anual de 2,8% durante los primeros tres

meses del año (Gráfico 16). Esta dinámica, que coincidió con la proyectada por el equipo técnico del Banco de la República en el anterior *Informe sobre Inflación*, significó una nueva desaceleración del ritmo de crecimiento anual del PIB. La variación entre trimestres fue del 0,8%, lo que correspondió a una tasa de crecimiento anualizada de 3,3%.

Con la caída de la cotización internacional del petróleo a niveles muy por debajo de aquellos de mediados de 2014 y su efecto adverso sobre el ingreso nacional bruto disponible, en el primer trimestre del año la demanda interna registró un dinamismo menor que el observado hacia finales del año pasado. Lo anterior, sumado a la depreciación de la tasa de cambio nominal, propició un menor crecimiento de las importaciones reales durante

Gráfico 16
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

el mismo período (aunque superior a la mayoría de rubros que componen el PIB). Las exportaciones en pesos constantes, por su parte, se expandieron a un ritmo mediocre, luego del leve retroceso que tuvo este rubro del PIB en el cuarto trimestre del año pasado. Esto ocurrió en un contexto de débil demanda externa, como se explicó en el capítulo I de este informe.

Al revisar el comportamiento individual de los componentes de la demanda interna, se observó una desaceleración generalizada de los tres grandes rubros que la conforman, mayor para el caso del consumo público que para el consumo e inversión privados (Cuadro 4). El menor crecimiento del consumo de los hogares estuvo relacionado principalmente con la pérdida de dinamismo del gasto en consumo de bienes durables y semidurables. El consumo de estos últimos pudo haberse visto desincentivado por la propagación de la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal hacia los precios locales de este tipo de bienes. Además, cabe señalar que la realización del XIV Salón del Automóvil en noviembre de 2014 habría significado un alto nivel del gasto privado en consumo de bienes

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2014				2014 Año completo	2015 I trim.	Contribuciones al crecimiento anual (I trim. 2015)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
Consumo total	5,3	4,3	4,4	4,9	4,7	3,3	2,7
Consumo de los hogares	4,2	3,8	4,1	5,3	4,4	3,9	2,5
Bienes no durables	3,7	3,0	3,9	4,8	3,8	3,4	0,7
Bienes semidurables	4,0	3,6	3,4	7,3	4,6	4,2	0,3
Bienes durables	4,1	4,9	8,1	13,0	7,6	3,0	0,1
Servicios	5,0	4,1	4,0	4,1	4,3	4,0	1,3
Consumo final del Gobierno	9,5	6,6	5,3	3,8	6,2	2,3	0,4
Formación bruta de capital	14,5	13,3	10,4	8,8	11,7	7,2	2,1
Formación bruta de capital fijo	13,3	8,6	11,8	10,1	10,9	6,0	1,8
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	3,6	3,0	4,7	7,1	4,6	(2,3)	(0,0)
Maquinaria y equipo	14,4	7,8	14,6	12,2	12,2	1,5	0,2
Equipo de transporte	5,2	11,1	14,9	16,6	12,1	30,3	0,9
Construcción y edificaciones	7,1	1,2	15,3	7,5	7,8	2,2	0,2
Obras civiles	25,9	13,6	6,6	3,6	12,1	6,9	0,6
Servicios	5,9	1,7	4,9	1,5	3,5	1,8	0,0
Demanda interna	7,8	6,0	5,9	5,8	6,3	4,2	4,6
Exportaciones totales	3,1	(12,1)	4,2	(0,6)	(1,7)	1,3	0,2
Importaciones totales	9,0	5,0	8,1	14,4	9,2	8,1	(2,3)
PIB	6,5	4,1	4,2	3,5	4,6	2,8	2,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Durante el primer trimestre se destacó el comportamiento de la inversión en equipo de transporte y de la construcción de obras civiles.

durables durante el cuarto trimestre del año pasado, lo que frenó su ritmo de crecimiento a lo largo de los primeros tres meses de 2015. Para el caso de bienes no durables, el menor crecimiento de este renglón del gasto privado ocurrió en un contexto donde se observaron fuertes incrementos de los precios de los alimentos. Los servicios, por su parte, se expandieron a un buen ritmo, similar a su promedio calculado desde 2001.

Con respecto a la formación bruta de capital fijo, se destacó el comportamiento de la inversión en equipo de transporte y, en menor medida, el de la inversión en construcción de obras civiles. En el primer caso se registró una expansión anual de alrededor de 30,0%, impulsada por la compra de aeronaves por parte de algunas compañías de transporte aéreo de carga y de pasajeros. En el segundo, el crecimiento anual de alrededor de 7,0% estuvo relacionado con el desembolso de capital para la construcción de vías de agua, puertos, acueductos y alcantarillados, así como por otras obras de infraestructura⁹. Lo anterior fue resultado de un buen ritmo de ejecución de los gobiernos regionales y locales de los recursos girados a los municipios por concepto de regalías. A ello se sumó el gasto destinado a la modernización y adecuación de aeropuertos y puertos y a la construcción de distintas obras viales a lo largo del país por parte del gobierno nacional.

En contraste, el gasto en inversión en maquinaria y equipo y en construcción de edificaciones se desaceleró. Los efectos sobre el ingreso del choque de términos de intercambio, la depreciación del peso frente al dólar, así como el fuerte retroceso de la inversión en el sector petrolero (de acuerdo con informes sobre el sector), explican el comportamiento mediocre de la inversión real en bienes de capital durante los primeros tres meses del año. Por su parte, la menor expansión de la inversión en construcción fue resultado de una caída en el sector residencial, que fue compensada en alguna medida por el gasto en el sector no residencial.

Por su parte, las exportaciones netas contribuyeron de manera negativa a la expansión del PIB, aunque en menor medida que lo registrado en trimestres anteriores. En principio, las importaciones se expandieron por encima de la mayoría de rubros que componen el PIB, aunque menos que lo observado hacia finales del año pasado. Por un lado, las compras de bienes y servicios al exterior fueron lideradas por aquellas de equipo de transporte aéreo, reflejando así lo ya expuesto para lo ocurrido en este tipo de inversión. Por otro lado, se registró un mal desempeño de la compra de bienes de capital para la industria y de bienes durables, afín con la inversión en maquinaria y equipo y el consumo de bienes durables. Cabe señalar que el crecimiento de las importaciones en pesos reales (8,1%) contrasta con la contracción de este agregado en dólares (-4,3%), según se reportó en el capítulo I de este informe. Ello sugiere una caída en los precios de los bienes importados, lo que estaría compensando parcialmente la reducción

Las exportaciones netas contribuyeron de manera negativa a la expansión del PIB, aunque en menor medida que lo registrado en trimestres anteriores.

⁹ Aquí se clasifican las instalaciones deportivas, los parques, las obras de protección ambiental, hospitales, escuelas, plazas de mercado, etc.

de los precios de los bienes exportados por el país, evitando así un derrumbe mayor de los términos de intercambio.

Las exportaciones se expandieron a un ritmo algo mayor que el del cuarto trimestre de 2014, aunque este fue de apenas 1,3% anual. El comportamiento mediocre de las ventas de petróleo y derivados, así como un débil crecimiento de nuestros principales socios comerciales, habrían motivado este bajo desempeño.

Por el lado de la oferta, las mayores tasas de crecimiento durante los primeros tres meses del año se observaron, en su orden, en comercio (5,0%), construcción (4,9%) y en servicios financieros (4,4%) (Cuadro 5). Por el contrario, las ramas de actividad industrial (-2,1%) y de minería (-0,1%) mostraron contracciones anuales (Cuadro 5).

Pese a la desaceleración de las ventas al por menor en el primer trimestre, el comercio mantuvo un dinamismo importante. Esto obedece, en parte, al comportamiento de los servicios de hotelería y restaurantes, que pasaron de crecer 3,3% en los últimos tres meses de 2014 a 5,9% durante el período enero-marzo de 2015. Por su parte, los servicios financieros, cuya participación en el PIB es alta (19,8%), siguieron contribuyendo de manera significativa al crecimiento económico gracias a la aceleración de los servicios inmobiliarios, principalmente.

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

Sector	2014				2014 Año completo	2015 I trim.	Contribuciones al crecimiento anual (I trim. 2015)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,1	0,4	2,0	0,7	2,3	2,3	0,1
Explotación de minas y canteras	6,0	(2,1)	(1,2)	(3,3)	(0,2)	(0,1)	(0,0)
Industria manufacturera	4,0	(1,7)	(0,7)	(0,5)	0,2	(2,1)	(0,2)
Electricidad, gas y agua	4,5	3,7	4,0	3,0	3,8	2,0	0,1
Construcción	14,0	8,7	10,9	6,1	9,9	4,9	0,3
Edificaciones	7,0	1,0	14,2	7,3	7,4	2,1	0,1
Obras civiles	24,5	14,6	6,7	4,2	12,0	7,0	0,3
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,4	4,1	4,4	4,4	4,6	5,0	0,6
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,9	4,3	4,2	3,2	4,2	2,8	0,2
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	5,4	5,5	4,5	4,1	4,9	4,4	0,9
Servicios sociales, comunales y personales	7,4	5,4	4,7	4,4	5,5	3,0	0,5
Subtotal valor agregado	6,3	4,0	4,1	3,2	4,4	2,7	2,5
Impuestos menos subsidios	7,5	8,2	7,4	8,2	7,8	4,3	0,4
PIB	6,5	4,1	4,2	3,5	4,6	2,8	2,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro de la rama de la construcción, el desempeño más sobresaliente se observó en las obras civiles (7,0%), como se explicó previamente. El sector de edificaciones también reportó una expansión positiva, aunque de menor magnitud (2,1%).

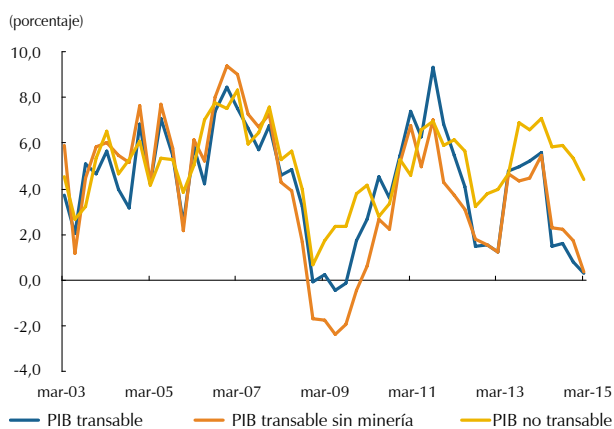
La industria presentó el peor desempeño dentro de las actividades productivas del PIB colombiano (-2,1%). Este resultado se explica, principalmente, por la caída significativa de la refinación de petróleo (-11,2%) como consecuencia del cierre temporal de Reficar, el cual se inició el año pasado con el fin de modernizar sus plantas y de permitir la ampliación de la producción y la generación de un mayor valor agregado. Al excluir dicha subrama, el resto de la industria también reportó una caída que es menor que la mencionada para el agregado (-0,8%). La heterogeneidad sectorial continúa siendo alta: mientras ramas como la refinación de petróleo (-11,2%) e hilaturas y textiles (-10,7%) presentaron disminuciones importantes, otras como elaboración de bebidas (6,8%) y de productos lácteos (5,0%) mostraron expansiones significativas. Además, el resultado del primer trimestre ocurrió en un contexto donde las exportaciones manufactureras cayeron 7,3% en dólares.

Al parecer, el efecto de la depreciación observada, que debería contribuir a mejorar la rentabilidad de la manufactura y la competitividad de los bienes localmente

producidos frente a los importados, ha sido anulado por el débil crecimiento de los socios comerciales del país, en especial los de la región hacia donde se dirige un porcentaje apreciable de estas exportaciones. Cabe señalar que las empresas que venían exportando a Ecuador, uno de nuestros principales destinos del comercio industrial, en los últimos meses han enfrentado algunas salvaguardas comerciales que implican el pago de un arancel mayor que en el pasado (con incrementos de 5% a 45% por tipo de producto).

En ese entorno, el PIB de los sectores transables (0,3%) continuó con aumentos menores a los de la economía en su conjunto y de su promedio desde 2000 (3,8%); el PIB de los no transables (4,4%) mantuvo una tasa de expansión levemente inferior a su promedio (4,7%) (Gráfico 17).

Gráfico 17
PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables
(crecimiento anual)



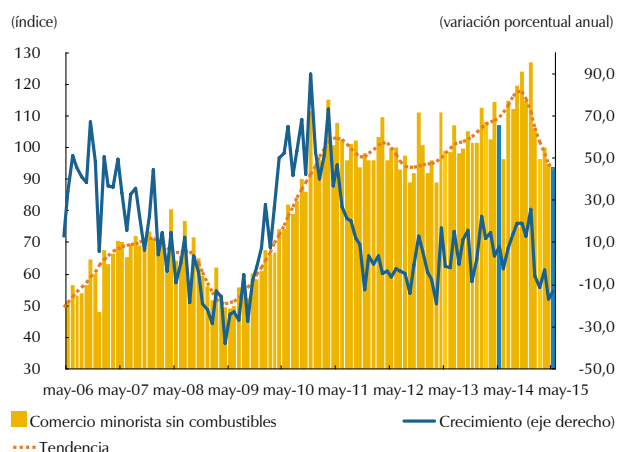
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

B. EL PIB DEL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2015

De acuerdo con la información disponible para el segundo trimestre del año, existe evidencia que sugiere que la actividad económica se habría expandido a un ritmo similar al registrado durante los primeros tres meses de 2015. En estos últimos meses se materializaron algunos riesgos a la baja que se contemplaron en el pasado *Informe sobre Inflación*. En primera instancia, las economías de nuestros principales socios comerciales mostraron una debilidad mayor que la pronosticada

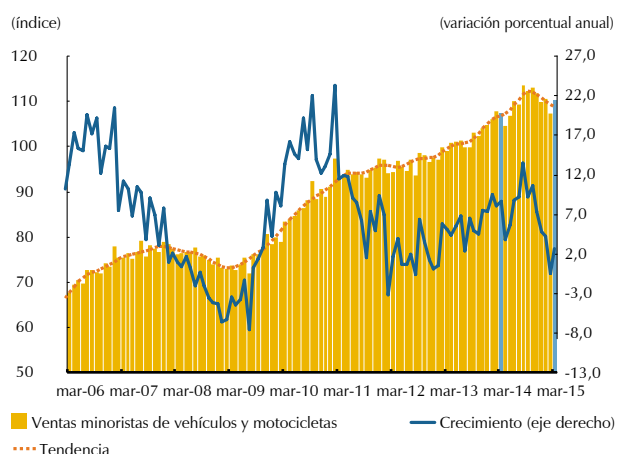
tres meses atrás, al tiempo que se registraron eventos en los mercados financieros internacionales que habrían aumentado la incertidumbre percibida para las economías emergentes. Por otro lado, como se explicó en el capítulo I de este informe, para el trimestre abril-junio se habría observado un menor ritmo de entrada de los flujos de capital por concepto de IED (en especial aquella destinada al sector petrolero), así como de inversión en portafolio. Adicionalmente, los movimientos de los precios internacionales de materias primas sugieren que los términos de intercambio continuaron en niveles bajos, lo que a su vez castiga el ingreso nacional disponible del país (ver Recuadro 1, pp 41-46). Todo lo anterior permite prever una desaceleración del consumo y de la inversión privados para el segundo trimestre de 2015. Una vasta mayoría de los indicadores coyunturales apunta en dicha dirección.

Gráfico 18
Encuesta mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles,
desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 19
Ventas minoristas de vehículos automotores y motocicletas
(serie desestacionalizada)



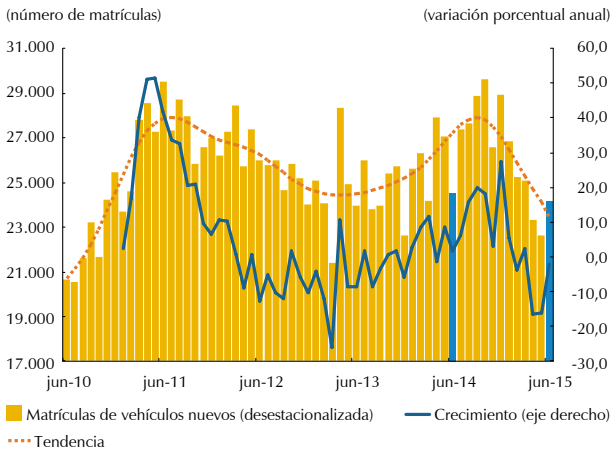
Fuente: DANE (EMCM); cálculos del Banco de la República.

En efecto, los resultados de la Encuesta mensual de comercio al por menor (EMCM) publicada por el DANE revelaron que las ventas del comercio al por menor totales crecieron 2,7% en mayo (Gráfico 18), con lo cual el bimestre abril-mayo se expandió 1,1%. Esto representó una desaceleración con respecto a lo registrado durante el primer trimestre, período en el cual el crecimiento promedio fue del 5,5% anual. Al descontar las ventas de vehículos, el agregado restante se incrementó 6,1% y 4,7% para el mes de mayo y para el bimestre, respectivamente. De nuevo, al comparar estas cifras con la dinámica para este tipo de ventas durante los primeros tres meses del año (8,1%), se registró una desaceleración.

La perspectiva es más pesimista para el comportamiento del consumo durable durante el segundo trimestre. Según la misma encuesta, las ventas minoristas de vehículos se contrajeron 12,9% en mayo, lo que para el agregado del bimestre abril-mayo correspondió a una caída anual de 14,7% (Gráfico 19). Esta cifra es más negativa que la del primer trimestre del año, cuando se observó un decrecimiento anual de 6,7%. Adicionalmente, los registros de matrículas de vehículos nuevos publicados por el Comité Automotor Colombiano¹⁰ mostraron una caída de 12,0% para el agregado del segundo trimestre (Gráfico 20). El componente tendencial de ambas series sugiere que el mal desempeño de las ventas de vehículos puede ser un fenómeno que se podría prolongar hacia la segunda mitad del año.

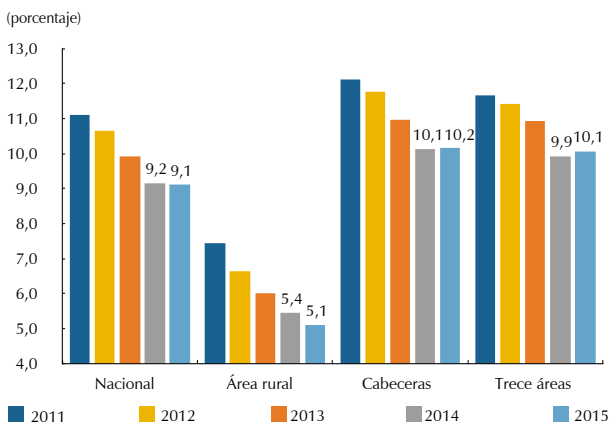
¹⁰ Conformado por la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) y Econometría.

Gráfico 20
Registro de matrículas de vehículos nuevos
(serie desestacionalizada)



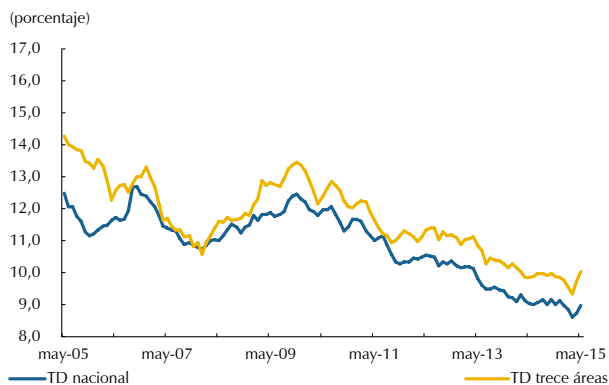
Fuente: Comité Automotor Colombiano (ANDI, Fenalco y Econometría); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 21
Tasa de desempleo
(trimestre móvil marzo-abril-mayo)



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

Gráfico 22
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

Otros indicadores que permiten prever un comportamiento mediocre del consumo privado, tanto para el segundo trimestre como para lo que resta de 2015, son aquellos relacionados con la situación del mercado laboral. Durante los primeros seis meses de 2015 su dinámica ha sido menos favorable que la descrita en el *Informe sobre Inflación* anterior. La tasa de desempleo (TD) ha caído a menor ritmo que la de años anteriores y el crecimiento del empleo muestra alguna desaceleración.

Para el trimestre móvil terminado en mayo, la TD descendió en términos anuales para el total nacional y las áreas rurales, ubicándose en 9,1% y 5,1%, respectivamente. Por otro lado, en las cabeceras urbanas y en las trece principales áreas metropolitanas se observó un leve incremento, al registrar 10,2% y 10,1% en su orden (Gráfico 21). Asimismo, las series desestacionalizadas de la TD mostraron incrementos muy leves en mayo (Gráfico 22).

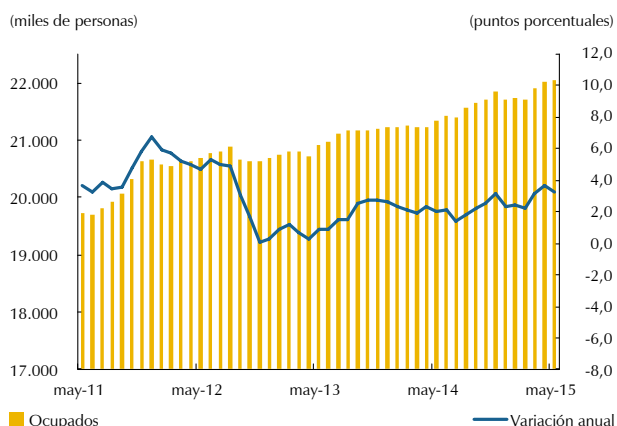
Este comportamiento se debe a los menores incrementos del número de ocupados, que en el trimestre móvil diciembre-febrero crecieron 3,2% anual en el total nacional y 2,7% en las trece áreas. Durante 2015 en este último dominio se observó una desaceleración sostenida de la creación de empleo (Gráfico 23).

El crecimiento de la ocupación continúa siendo explicado por el aumento del empleo asalariado, que en marzo-mayo se expandió en las trece áreas a una tasa anual de 4,5% anual, mientras que el no asalariado lo hizo un 0,7%. Si bien el empleo asalariado continúa creciendo a tasas anuales favorables, sus niveles desestacionalizados han mostrado un estancamiento en los últimos meses (Gráfico 24).

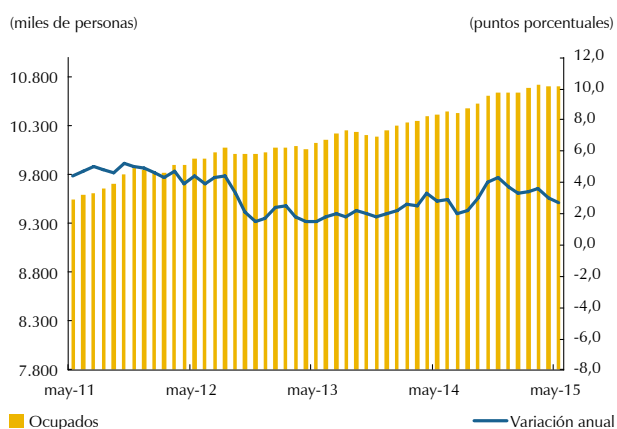
A pesar de lo anterior, algunos indicadores que guardan una alta correlación histórica con el dinamismo del consumo de los hogares, pero que no utiliza el DANE directamente para el cálculo de las cuentas nacionales trimestrales, sugieren que la desaceleración del consumo privado habría sido de menor magnitud que lo que sugieren los índices de ventas ya presentados, o que incluso este rubro podría haber crecido a un ritmo similar al del primer trimestre. De acuerdo con la publicación del índice de confianza del consumidor

Gráfico 23
Número de ocupados y variación anual

A. Total nacional

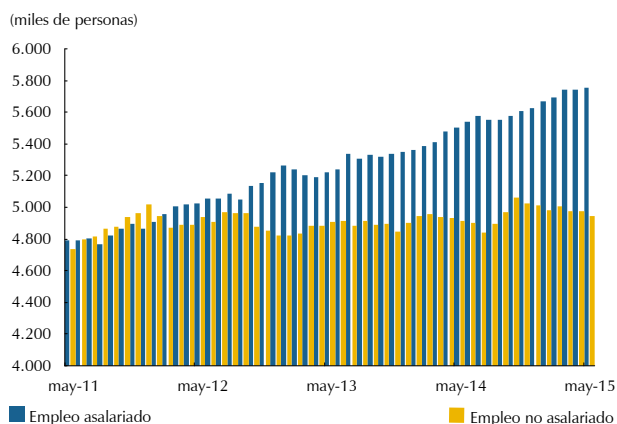


B. Trece principales áreas metropolitanas



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

Gráfico 24
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



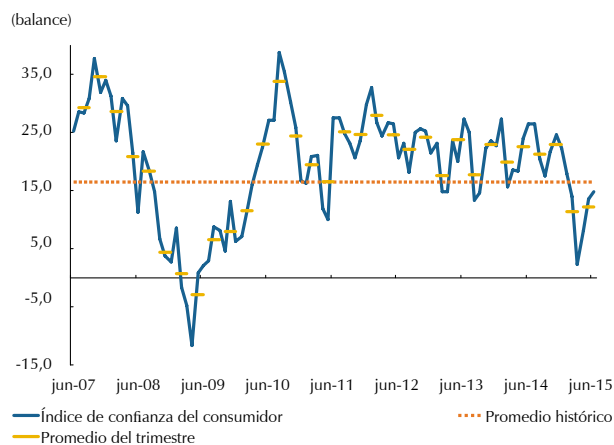
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

(ICC) de Fedesarrollo con datos a junio, la situación del indicador mejoró un poco con respecto a los registros de abril y de mayo. El promedio del ICC para el segundo trimestre fue similar a aquel calculado para el agregado de los primeros tres meses del año. De todas maneras, los niveles de esta serie se ubicaron significativamente por debajo de lo registrado para el segundo trimestre de 2014 y continúan siendo menores que su promedio calculado desde 2001 (Gráfico 25). Además, según la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República con información a mayo, el balance de ventas sugiere que el consumo privado habría crecido a un ritmo moderado durante el segundo trimestre, similar al observado a comienzos de año.

Con respecto a la inversión, el gasto en bienes de capital se habría desacelerado durante el segundo trimestre. Según las cifras de importaciones de equipo de transporte y de bienes de capital para la industria, en el bimestre abril-mayo estas compras se redujeron 22,1% en dólares, lo que en términos reales habría significado un crecimiento por debajo de lo registrado para el primer trimestre (Gráfico 26). En la misma dirección apunta el balance de expectativas de inversión de la EMEE a mayo para la formación bruta de capital fijo, distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles (Gráfico 27).

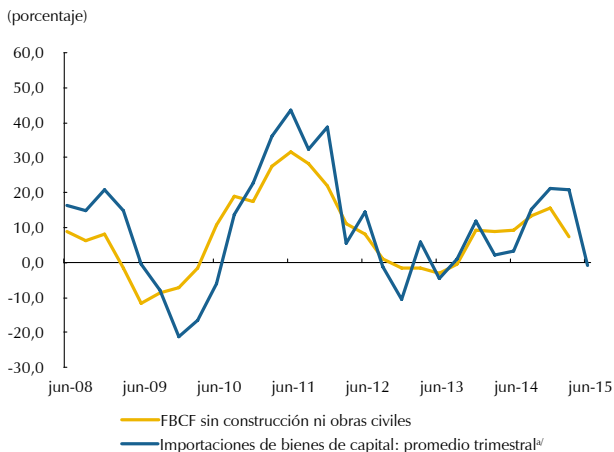
Finalmente, las exportaciones netas habrían contribuido de manera negativa al crecimiento del PIB, aunque

Gráfico 25
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



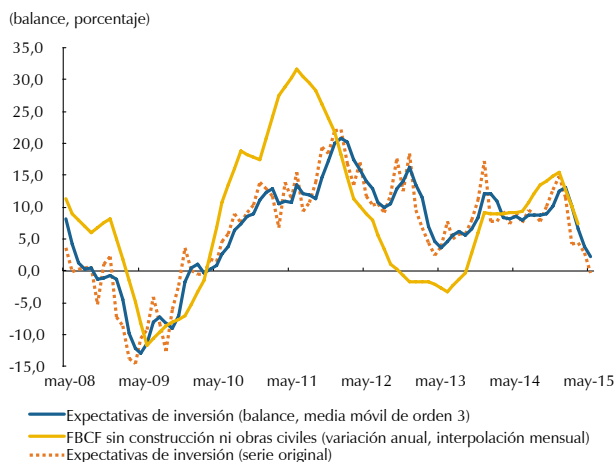
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 26
 Importaciones de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles (variación anual)



Nota: el dato del segundo trimestre corresponde al bimestre abril-mayo.
 a/ Cifras llevadas a términos reales mediante cálculos del Banco de la República.
 Fuente: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 27
 Expectativas de Inversión y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles



Fuentes: DANE y Banco de la República (EMEE).

menos que en trimestres anteriores. Por un lado, según lo sugiere la información disponible a mayo, las cantidades exportadas de bienes y servicios habrían crecido a un ritmo mayor que el registrado durante el primer trimestre. Esto gracias al mejor desempeño de las exportaciones tradicionales, mediante unas mayores cantidades exportadas de petróleo y de café. A pesar de ello, la producción de carbón (que se vende al exterior en su mayoría) registró retrocesos que no permitieron un mayor dinamismo para el agregado. Por el otro, con respecto a las exportaciones no tradicionales, el débil crecimiento de nuestros principales socios comerciales no habría permitido incrementos reales en las ventas al exterior de estos bienes y servicios. Adicionalmente, con la información disponible aún no hay evidencia de que la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal haya permitido que los bienes que produce el país ganen competitividad en los mercados internacionales y en el interno. Por su parte, las importaciones reales se habrían desacelerado de manera significativa, lo cual es consistente con lo esperado para la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo, y equipo de transporte, así como para el consumo de bienes durables.

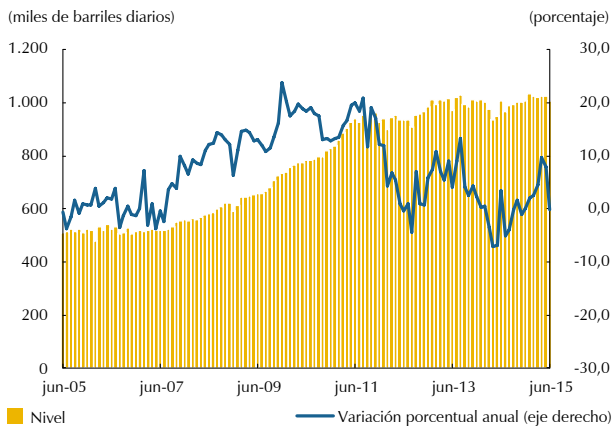
Por el lado de la oferta, la mayoría de indicadores disponibles sugiere un desempeño dispar de la actividad económica para el segundo trimestre de 2015, pero señalan que el ritmo de expansión del PIB se mantendría cerca a lo observado en el primer trimestre. Las noticias más favorables provienen del sector petrolero, cafetero, la demanda de energía y el financiero, las cuales son contrarrestadas por sectores como el comercio, la industria y el carbonífero.

En lo que respecta a la minería, el comportamiento es dispar entre la actividad petrolera y la carbonífera. En

la primera, durante el segundo trimestre la producción de petróleo se mantuvo en promedio alrededor de 1.019 miles de barriles diarios (mbd), lo que implicó una expansión anual de 5,8% para dicho período (Gráfico 28). En contraste, el carbón continúa mostrando retrocesos anuales de acuerdo con cifras de la Asociación Colombiana de Minería. Así, en el primer semestre dicha entidad informó que la producción cayó 3,6% hasta 42 millones de toneladas¹¹, lo que conlleva una disminución cercana al 1% para el segundo trimestre. Este deterioro se confirma en

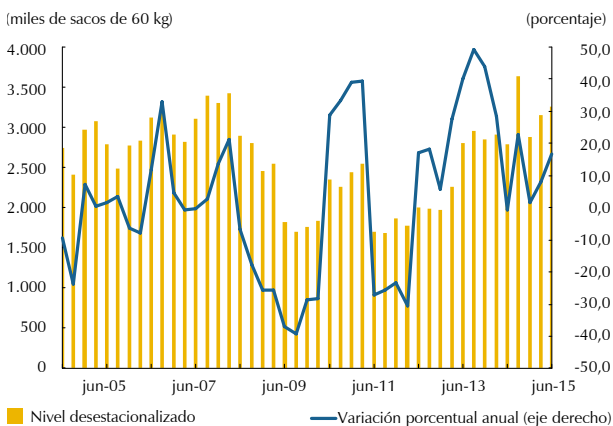
11 La entidad consolida las cifras del 92% de las empresas del sector.

Gráfico 28
Producción de petróleo
(nivel y crecimiento anual)



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

Gráfico 29
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



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

las cifras de los volúmenes de exportación publicadas por el DANE (-34.4% en el bimestre abril-mayo y -3.8% en lo corrido del año).

Por su parte, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, la producción de café siguió mostrando un dinamismo importante y registró un incremento de 17,8% entre abril y junio, luego de crecer 7,3% en el primer trimestre (Gráfico 29). La producción año corrido se ubicó en 6.246 miles de sacos de 60 kilogramos, lo que implicó un aumento de 12,8% frente al mismo semestre del año 2014.

Otros sectores que también tuvieron un comportamiento favorable son los de servicios públicos y servicios financieros. La demanda de energía mantuvo un ritmo de expansión del 3,3%; el componente regulado está aumentando 4,6%, mientras que el no regulado lo hace en 1,2%. Por otro lado, en el sector financiero el crédito mostró un comportamiento similar a lo observado en los primeros tres meses del año, por lo que se espera que continúe su contribución al crecimiento del PIB total, dada su alta participación. En particular, con cifras a junio la cartera de consumo y la hipotecaria de los hogares aumentaron anualmente 13,1% y 14,9% en términos nominales.

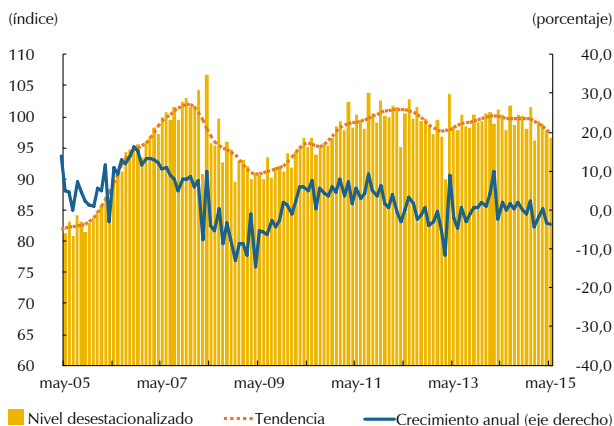
Al segundo trimestre la industria continúa reportando un deterioro importante. Con cifras a mayo de 2015 de la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, el total sectorial se contrajo 3,9% en dicho mes. En el año corrido la caída se sitúa alrededor de -2,6%. Al excluir refinación de petróleo, cuya participación implícita en mayo fue de 16,1%, el resto de la industria habría mostrado una disminución en mayo y en lo corrido del año (-3,7% y -0,3%, respectivamente).

El componente tendencial de la industria total muestra un retroceso desde hace varios trimestres (Gráfico 30, panel A). Al excluir la refinación se aprecia un estancamiento de la tendencia (Gráfico 30, panel B).

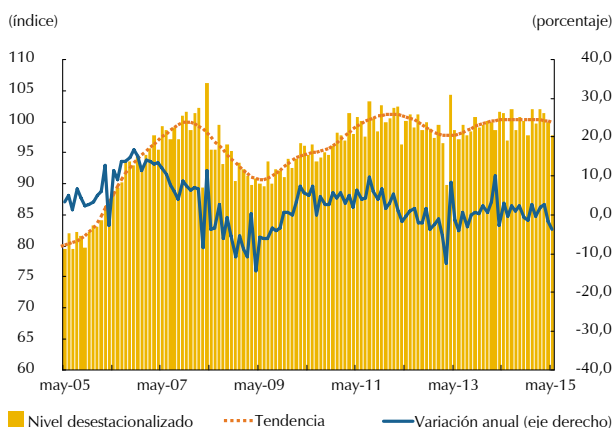
Por otro lado, con información de la *Encuesta de opinión empresarial* de Fedesarrollo a junio, aunque los indicadores de pedidos y de existencias para la industria mejoraron levemente frente al primer trimestre, los componentes tendenciales de cada una no sugieren cambios significativos. Algo similar ocurre con las expectativas a tres meses. Además, de acuerdo con la Encuesta de opinión empresarial de la ANDI, la utilización de la capacidad instalada se sitúa en niveles ligeramente por debajo del promedio histórico y el clima de negocios presenta leves mejorías.

Gráfico 30

A. Producción industrial real total (serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a las exportaciones industriales, estas siguieron evidenciando deterioros, al caer 6,4% en dólares y 0,7% en volúmenes para el agregado del trimestre abril-mayo. En estos meses el efecto impulsor de la depreciación estaría siendo contrarrestado de manera significativa por el débil crecimiento de los socios comerciales del país, por las razones ya expuestas en la primera sección de este capítulo.

Otros sectores que han mostrado un comportamiento menos dinámico son el comercio y el sacrificio de ganado. El comercio se ha desacelerado de manera significativa, de acuerdo con el menor dinamismo de las ventas al por menor ya mencionado. Por otro lado, el ciclo de retención ganadera que se viene observando desde hace algunos meses produjo de nuevo una caída del sacrificio de ganado, el cual se contrajo en el bimestre abril-mayo 2,9%.

Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República prevé que el crecimiento anual del PIB del segundo trimestre se habría situado entre 2,0% y 3,5%, con una cifra más probable alrededor de 2,7%. La amplitud del rango de pronóstico se debe a la incertidumbre asociada con el comportamiento de rubros como el consumo del Gobierno o la inversión en obras civiles, sobre los cuales no se tienen indicadores que den luz sobre su desempeño a lo largo del trimestre.

Recuadro 1

EFFECTO DE LA CAÍDA DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO SOBRE EL INGRESO NACIONAL BRUTO DISPONIBLE REAL: EXPERIENCIAS DE CHILE, COLOMBIA Y PERÚ

Camilo Alberto Cárdenas
María Alejandra Prieto*

Para una economía pequeña y abierta, que recibe financiación externa, que se debe adaptar a las condiciones crediticias y de liquidez internacionales, y que a su vez es intensiva en la producción y exportación de bienes básicos (como es el caso de Colombia y, en general, de distintos países de la región), es de suma relevancia analizar la dinámica de los términos de intercambio (TI) y su efecto sobre el ingreso nacional bruto disponible (YNBD); esto, con el fin de procurar una buena formulación, ejecución y diseño de política económica. La importancia de esta relación radica en que los movimientos de los TI tienen efectos reales sobre la economía, en particular sobre los ingresos nacionales. En este sentido, los agentes tendrán una mayor capacidad de gasto si existe una relación favorable del precio de los bienes y servicios exportados con respecto a aquellos importados. Lo contrario también aplica: si esta relación es desfavorable, la economía se vería obligada a ajustar sus niveles de gasto, lo que implicaría una reducción en el bienestar agregado del país.

Cabe señalar que, dependiendo de la naturaleza del choque de los TI, el cual puede ser de carácter transitorio o persistente, una economía puede ser temporal o permanentemente más rica o más pobre.

A lo largo de la última década se registraron precios históricamente altos de los bienes primarios exportados por la mayoría de economías de la región, lo que, acompañado de un entorno internacional de relativa abundancia de liquidez, permitió que el ingreso nacional disponible de países como Chile, Colombia y Perú se incrementara a un buen ritmo. Esta coyuntura contribuyó a que se observaran aumentos significativos de las tasas de inversión y a que aumentara el dinamismo del consumo público y del privado.

Sin embargo, los precios de las materias primas siguen un patrón cíclico. A la fase de precios alta, que habría durado alrededor de diez años, puede estar siguiendo una fase de precios bajos que se prolongue hacia futuro.

En los casos de Chile y Perú, países para los cuales los precios de sus bienes exportados empezaron a caer desde finales de 2011 (mucho antes de la caída del precio del petróleo), se observaron ajustes reales de magnitudes no despreciables en el crecimiento del producto y de sus componentes¹. En 2014 la variación anual del PIB de estos países fue de apenas 1,9% y 2,4%, cifras explicadas en ambos casos por una caída de la inversión y por una fuerte desaceleración tanto del consumo privado como del público. Para el caso colombiano ya se están registrando los efectos adversos de la caída del precio del petróleo: en el cuarto trimestre de 2014 y en el primero de 2015 se observó una desaceleración moderada tanto del consumo como de la inversión, relativamente menor para el segundo caso. Sin embargo, aún no es claro el alcance que tenga este choque sobre el desempeño económico de los trimestres venideros, en parte porque aún se desconoce el nivel en el que se estabilizarán los precios del petróleo y de otros bienes básicos exportados por el país.

A pesar de que las economías de Chile, Colombia y Perú poseen características particulares que las diferencian entre sí, en este recuadro se presenta un cálculo comparativo de la contribución de los TI al crecimiento del YNBD real en cada uno de estos países en los últimos años. Los resultados sugieren que los choques negativos de los TI tuvieron un efecto no despreciable sobre la capacidad de compra del YNBD real en los tres casos. Adicionalmente, mostramos distintas métricas propuestas en la literatura para calcular el efecto real de una caída de los TI sobre el YNBD, al no existir un consenso sobre cuál es el deflactor con el que se debe medir el alcance de dicho choque. Por último, mostramos un ejercicio econométrico que revela la heterogeneidad entre países en las respuestas de las dinámicas del YNBD y de la demanda interna (DI) ante un choque al crecimiento trimestral de los TI.

1. Cálculo del efecto de los términos de intercambio sobre el ingreso nacional bruto disponible real

Para estimar el efecto de los TI sobre el YNBD real, resulta conveniente partir de las identidades del PIB y del ingreso

* Los autores son, en su orden, profesional especializado y estudiante en práctica del Departamento de Programación e Inflación. Agradecen los comentarios de Adolfo Cobo y Aarón Garavito. Las opiniones y resultados aquí presentados no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Cabe señalar que esta desaceleración ocurrió en un contexto externo menos favorable, y no obedeció solo a la caída de los precios de las materias primas.

interno bruto (YIB), las cuales, en términos corrientes y a precios de mercado, son equivalentes²:

$$PIB \equiv C + G + I + X - M \equiv YIB$$

El YNBD se obtiene una vez se incorporan los valores nominales de los pagos netos de factores (PNF) y de las transferencias corrientes netas (TCN). La suma de los últimos dos componentes se conoce como el ingreso neto proveniente del exterior (YNE). Así las cosas, se tiene que:

$$YNBD \equiv YIB + PNF + TCN = YIB + YNE$$

Para convertir las expresiones del PIB y del YIB a precios constantes, cada uno de los componentes se deflacta por su índice de precios correspondiente. Para el consumo privado, el consumo público, la inversión y las importaciones (C, G, I y M, en su orden) los deflactores utilizados son los mismos en ambas identidades. Para el caso de las exportaciones, el deflactor es diferente para cada identidad. Mientras que para el cálculo del PIB real las exportaciones se valoran a sus propios precios, para el del YIB real se utiliza el índice de precios de las importaciones. Esto supone que el valor real de las exportaciones se mide en términos de los bienes y servicios que estas pueden adquirir en el exterior; luego, el deflactor utilizado es el índice de precios de las importaciones. Sin embargo, en este recuadro presentamos otras métricas con distintos supuestos implícitos relacionados con la capacidad de compra de las exportaciones.

Con respecto al deflactor del YNE, se encuentran también distintas alternativas. En este ejercicio deflactamos las series nominales de PNF y TCN con el índice de precios de la demanda interna, lo que implícitamente supone que su capacidad de compra se valora a precios de bienes y servicios (tanto de consumo, como de inversión) demandados en el mercado interno.

Con todo lo anterior, los valores constantes de las cantidades presentadas (en cursiva y minúscula) serán dados por las siguientes expresiones:

$$pib = \frac{C}{P_C} + \frac{G}{P_G} + \frac{I}{P_I} + \frac{X}{P_X} - \frac{M}{P_M} = c + g + i + x - m$$

$$yib = \frac{C}{P_C} + \frac{G}{P_G} + \frac{I}{P_I} + \frac{X}{P_M} - \frac{M}{P_M} = c + g + i + \frac{X}{P_M} - m$$

$$ynbd = yib + \frac{PNF}{P_{PNF}} + \frac{TCN}{P_{TCN}} = yib + pnf + tcn$$

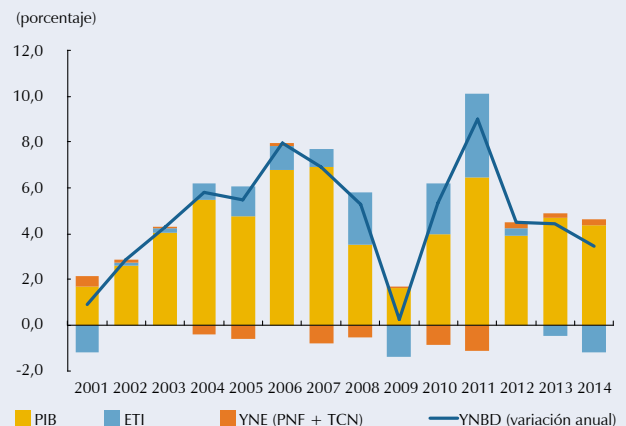
Al descontar el valor del PIB real en ambos lados de la última ecuación, se obtiene:

$$ynbd = pib + pnf + tcn + x \left(\frac{P_X}{P_M} - 1 \right) \quad (1)$$

El término al final de la ecuación representa el efecto real de los términos de intercambio (ETI) sobre el YNBD real, es decir, la ganancia o pérdida de capacidad de compra del ingreso percibida por cuenta de la variación en la relación de los términos de intercambio.

El Gráfico R1.1 muestra la contribución de cada uno de los componentes a la variación del ynbd en Colombia. Se observa que una relación de términos de intercambio favorable (barra azul) contribuyó a la expansión del ynbd a lo largo de gran parte de la última década. En 2013 y 2014 la contribución fue negativa, aunque de magnitudes relativamente pequeñas. Para las economías de Chile y de Perú el efecto real de la caída de los términos de intercambio fue mayor (Gráfico R1.2, paneles A y B).

Gráfico R1.1
Contribución por componentes a la variación anual del ingreso nacional bruto disponible (YNBD) en Colombia



ETI: efecto real de los términos de intercambio.
PNF: pago neto de factores.
YNE: ingreso neto proveniente del exterior.
TCN: transferencias corrientes netas recibidas del resto del mundo.
Fuentes: DANE y Banco de la República; cálculos de los autores.

2. Métricas alternativas para medir el ETI sobre el YNBD real

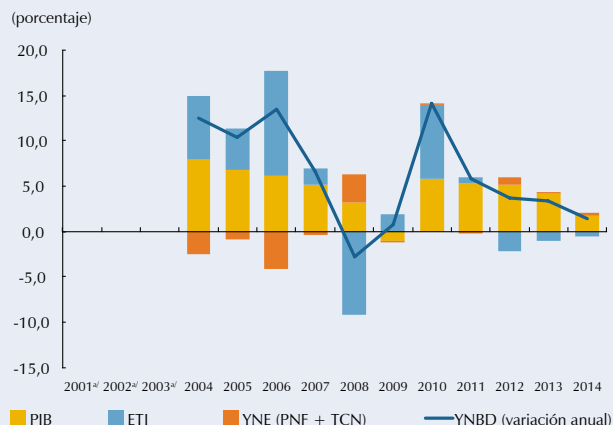
El debate sobre el deflactor apropiado para medir el efecto de los choques de TI es amplio, y aún no existe consenso sobre cuál es el más adecuado. Sin embargo, para medir el ETI se sugiere en la literatura deflactores alternativos calculados a partir de la siguiente forma generalizada:

$$ETI = x \left(\frac{P_X}{P^*} - 1 \right) + m \left(1 - \frac{P_M}{P^*} \right)$$

2 Para una explicación más detallada véase Lora (2008).

Gráfico R1.2
Contribución por componentes a la variación anual del ingreso nacional bruto disponible (YNBD)

A. Chile



a/ Información no disponible.
ETI: efecto real de los términos de intercambio.
PNF: pago neto de factores.
YNE: ingreso neto proveniente del exterior.
TCN: transferencias corrientes netas recibidas del resto del mundo.
Fuentes: bancos centrales y oficinas de estadísticas; cálculos de los autores.

donde P_x y P_m son los índices de precios de exportaciones e importaciones, respectivamente; x y m son las cantidades reales de exportaciones e importaciones; y P^* corresponde a alguno de los deflatores presentados en el Cuadro R1.1, recopilados en Gutiérrez (1987).

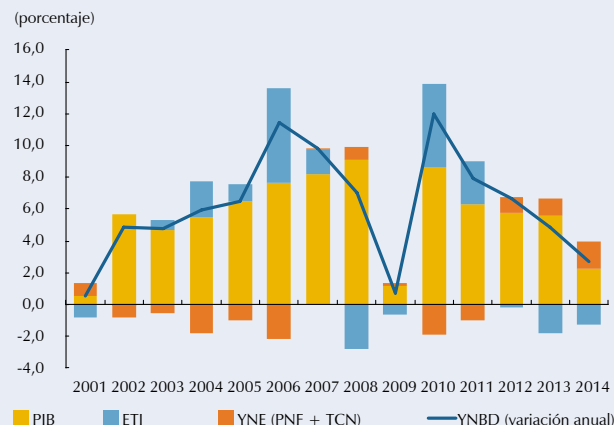
Bajo la formulación de Geary y Nicholson (alternativa 1), las ganancias o pérdidas reales de los ETI, producto de la variación de los precios relativos, afectan la capacidad del país para adquirir importaciones, pues supone que los ingresos adicionales por concepto de exportaciones se destinan a la compra de bienes y servicios que adquiere regularmente el país en el exterior. En otras palabras, el ETI equivale al poder adquisitivo de las exportaciones en términos de importaciones para determinado período, razón por la cual el deflactor usado es P_m .

Cuadro R1.1

Alternativa	Autores	Deflactor (P^*)
1.	Geary (1961), Nicholson (1960); Stuvell (OECD); SCN-1 (comúnmente utilizado)	P_m
2.	Geary y Burge (1957)	P_x si $X - M > 0$ P_m si $X - M < 0$
3.	Geary-2 (1959)	$\frac{(P_x + P_m)}{2}$
4.	Courbis (1964), Kurabayashi (1971)	$\frac{(X + M)}{(x + m)}$
5.	Stuvell (1959)	$\frac{PIB}{pib}$
6.	SCN-2	$\frac{DI}{di}$

Fuente: Gutiérrez (1987).

B. Perú



Geary y Burge (alternativa 2) adoptan el criterio anterior, pero distinguiendo si la balanza comercial es deficitaria o superavitaria. En caso de superávit comercial (nominal), el ETI representa la fracción de las exportaciones no utilizadas para adquirir importaciones, por lo que el deflactor utilizado es el índice de precios de las exportaciones. En caso de déficit, optan por el índice de precios de las importaciones.

Por su parte, Geary (1959) propone como deflactor un promedio simple de los índices de precios de las exportaciones e importaciones (alternativa 3). Courbis y Kurabayashi (alternativa 4) proponen una medida que considere la relevancia relativa de cada uno de estos rubros, formulando como deflactor una combinación lineal de P_x y P_m ponderados por la participación de las exportaciones e importaciones reales en la balanza comercial.

Otra medida para P^* se presentó en Stuvell (1959) (alternativa 5), donde se sugiere utilizar el deflactor implícito del PIB

para así lograr que todos los componentes de la identidad reflejen cambios en el poder adquisitivo en términos del producto de la economía. De forma similar, la publicación del Sistema de Cuentas Nacionales de las Naciones Unidas sugiere como deflactor el índice de precios de la demanda interna (alternativa 6).

El Gráfico R1.3 muestra los valores anuales del ETI (como porcentaje del *y_{nbd}*) para Chile, Colombia y Perú, utilizando las métricas descritas. En todos los casos los resultados son concluyentes y apuntan hacia la misma dirección. Para hacer comparables los resultados entre países, llevamos todos los índices de precios a un mismo año base (2005). De acuerdo con nuestros cálculos, para el promedio del período 2012-2014 el ET representó entre 6,5% y 7,0% del *y_{nbd}* de los tres países.

3. Aproximación econométrica

En la sección anterior calculamos los aportes del ETI a los ingresos nacionales de Chile, Colombia y Perú. Ahora, es de nuestro interés cuantificar los efectos de un choque en el índice de los términos de intercambio sobre la dinámica de distintos agregados macroeconómicos en estas economías. Para llevar a cabo este propósito, en cada uno de los casos estimamos modelos de vectores autorregresivos (VAR) donde se relacionan las dinámicas de tres variables endógenas, a saber: índice de los términos de intercambio (TI), ingreso nacional bruto disponible (YNBD) y demanda interna (DI). A partir de los resultados obtenidos, calculamos las funciones impulso-respuesta (FIR) de interés.

Las series utilizadas se construyeron a partir de la información de las cuentas nacionales y de las balanzas de pagos para cada uno de los países, con frecuencia trimestral, para los períodos: I trim. 2000 a I trim. 2015 para Colombia y Perú, y I trim. 2003 a I trim. 2015 para el caso chileno. Según lo requieran, se llevan a valores reales y se les elimina el componente estacional.

Para el caso del YNBD, utilizamos seis distintas series calculadas a partir de un número igual de medidas referentes al componente de efecto real de términos de intercambio sobre el ingreso, descritas en la primera parte de este documento. Lo anterior permite estimar por lo menos seis modelos por país, variando el YNBD y manteniendo las series de los TI y la DI.

Para efectos de una correcta especificación, las pruebas de raíz unitaria sugieren que todas las series en diferencias logarítmicas son estacionarias en nivel y en varianza. Adicionalmente, y posterior a la estimación del VAR por mínimos cuadrados ordinarios, se determina el número óptimo de rezagos a partir de los criterios de información, la estabilidad del modelo y la normalidad de los residuos. Una vez evalua-

dos estos criterios, calculamos las respuestas del YNBD y de la DI a un impulso en los TI.

Los resultados obtenidos (Gráfico R1.4) son similares para cada una de las seis medidas, por lo que solo presentamos los de la primera. Además, las FIR estimadas se escalan para hacer comparables las magnitudes entre países: en todos los casos los resultados se interpretan como el efecto de un choque de 1% trimestral en los TI sobre el YNBD y la DI.

El Gráfico R1.4 muestra que todas las respuestas del YNBD y de la DI ante choques (positivos) en los TI van en la dirección esperada, que son estadísticamente significativos en alguno de los primeros cuatro períodos que suceden al choque, y que son menos que proporcionales en magnitud. Asimismo, se constata la convergencia de todas las FIR antes del noveno período posterior al choque, lo que se relaciona con la estabilidad del modelo.

Así las cosas, ante una variación trimestral de 1% de los TI de un solo período, la respuesta del YNBD y de la DI en el primer período después del choque es, en su orden, de 0,27% y 0,025% para el caso de Chile; y de 0,58% y 0,5% para el de Perú. Los resultados para Colombia sugieren que este impulso se traduce en variaciones trimestrales del orden de 0,17% y 0,04% en el primer período después del choque para el YNBD y la DI, respectivamente.

Conclusiones

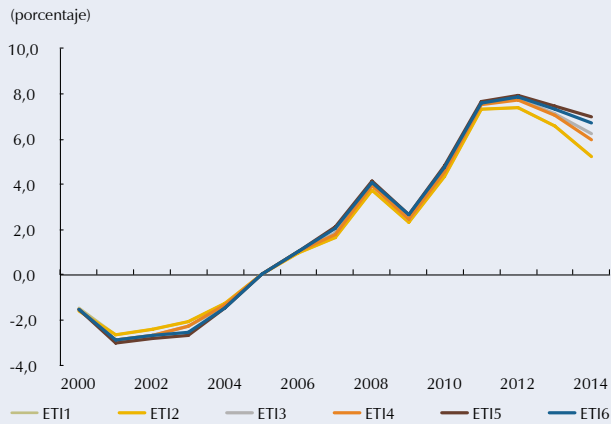
En este documento exploramos los efectos reales de la caída de los términos de intercambio sobre el ingreso nacional bruto disponible y la demanda interna para distintos países de la región. Al utilizar distintas métricas y estimar un ejercicio econométrico, presentamos resultados cuantitativos del efecto del choque descrito sobre las variables de interés. Los resultados empíricos soportan la hipótesis de que movimientos de los TI tienen efectos reales sobre el YNBD y, en consecuencia, sobre la DI en Chile, Colombia y Perú, países cuyas economías son pequeñas, abiertas y exportadoras de materias primas.

Las diferencias entre las métricas sugeridas en la literatura dependen del deflactor con el cual se valoren las cifras nominales; sin embargo, estas no son significativas para los países estudiados.

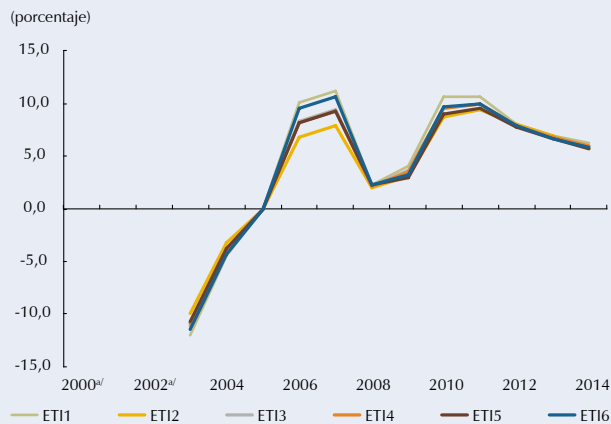
De los resultados de las FIR destacamos: i) la mayor persistencia del choque que se observa en la economía chilena; ii) la mayor magnitud de las respuestas del YNBD y de la DI para el caso peruano, y iii) que en Colombia los efectos del choque de los TI (de un solo período) sobre el YNBD y sobre la DI son significativamente distintos de cero solo en el primer período que lo sucede, que no persisten en el tiempo y que son de magnitudes bajas. Este último punto

Gráfico R1.3
Medidas del efecto real de los términos de intercambio
(ETI) como porcentaje del ingreso nacional bruto disponible

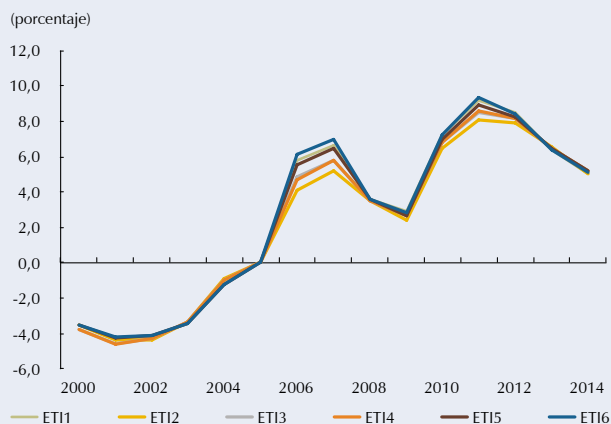
A. Colombia, base 2005



B. Chile, base 2005



C. Perú, base 2005



a/ Información no disponible.
Fuente: bancos centrales y oficinas de estadísticas oficiales de cada país; cálculos de los autores.

sugiere que la transmisión de un choque de este tipo no se propaga completamente hacia el desempeño de los principales agregados macroeconómicos del país. Las diferencias de los resultados entre países pueden obedecer a múltiples factores (como la estructura de propiedad de las firmas productoras de materias primas o el grado de apertura comercial de cada país)³, pero su explicación está fuera del alcance de este documento.

Cabe señalar que esta conclusión puede no ser válida si la naturaleza del choque es permanente, tal como al parecer sucede con la coyuntura actual. Recomendamos investigar con mayor profundidad los efectos de caídas permanentes en los TI sobre el YNBD y sobre la DI, dada la importancia de esta última variable en temas relacionados con el bienestar y la riqueza del país.

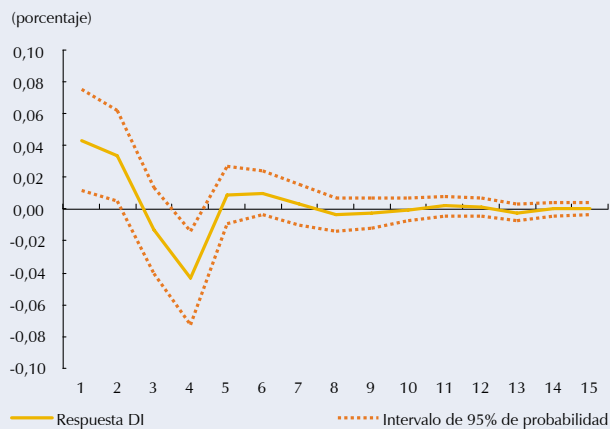
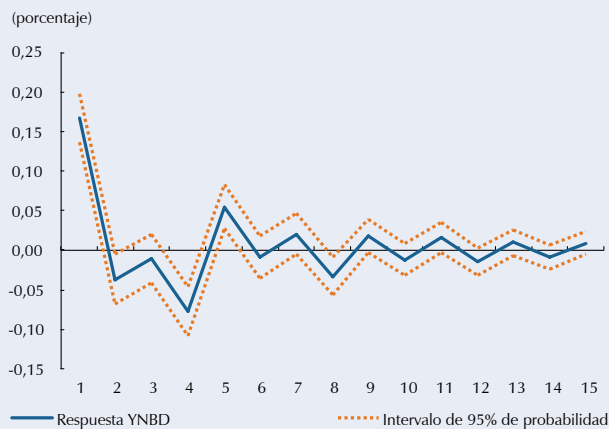
Referencias

Courbis, R. (1964). "Comptes économiques nationaux à prix constants", *Etudes et conjoncture*, vol. 7, pp. 5-76.
Geary, R. C. (1961). "Introduction to Income and Wealth", *Review of Income and Wealth*, vol. 9, núm. 1, pp. 3-8.
Gutiérrez, M. (1987). "Los términos de intercambio y las cuentas nacionales: enfoques alternativos de contabilización", *Estudios de Economía*, vol. 14, núm. 1, pp. 73-116.
Kurabayashi, Y. (1971). "The Impact of Changes in Terms of Trade on a System of National Accounts: an Attempted Synthesis", *Review of Income and Wealth*, vol. 1, núm. 3, pp. 285-297.
Lora, E. (2008). *Técnicas de medición económica. Metodología y aplicaciones en Colombia* (4.ª ed.), Bogotá: Editorial AlfaOmega.
Naciones Unidas (1970). "Un sistema de cuentas nacionales", *Estudios de Métodos*, serie F, núm. 2, revisión 3.
Nicholson, J. L. (1960). "The Effects of International Trade on the Measurement of Real National Income", *The Economic Journal*, vol. 70, núm. 279, pp. 608-612.
Stuvel, G. (1959). "Asset Revaluation and Terms-of-trade Effects in the Framework of the National Accounts", *The Economic Journal*, vol. 69, núm. 274, pp. 275-292.

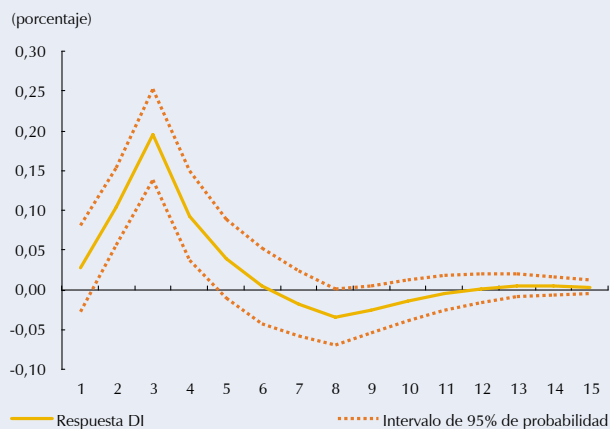
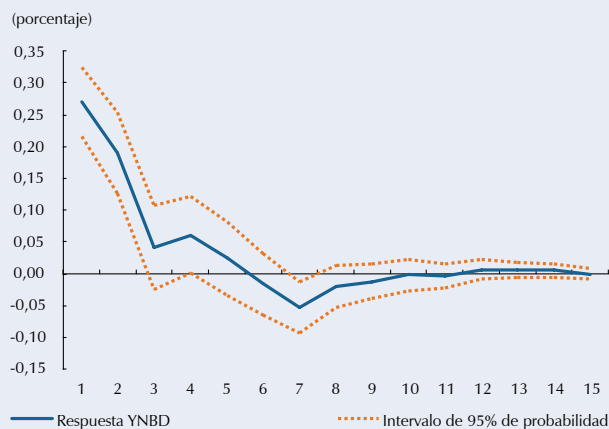
3 En 2014 la participación de las exportaciones reales dentro del PIB fue de 16,0% en Colombia, menor que el 35,9% de Chile y que el 24,9% de Perú.

Gráfico R1.4
 Respuestas del ingreso nacional bruto disponible (YNBD) y de la demanda interna (DI) a un choque de 1% en el crecimiento trimestral de los términos de intercambio (TI)

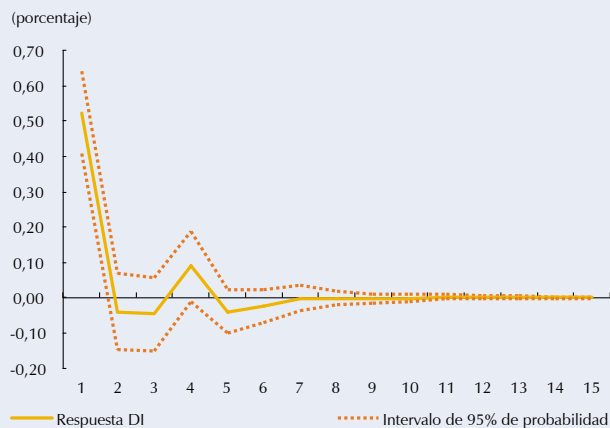
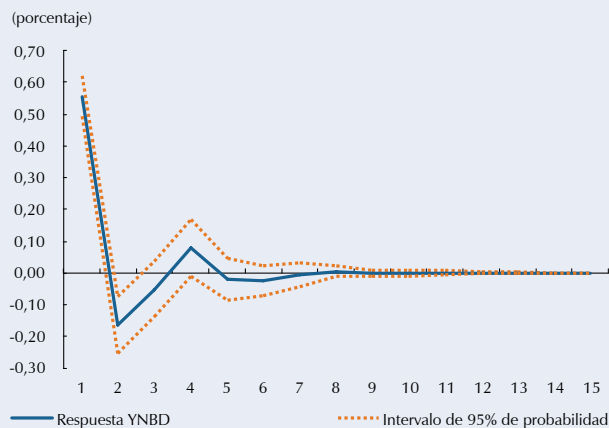
A. Colombia



B. Chile



C. Perú



Fuente: cálculos de los autores.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

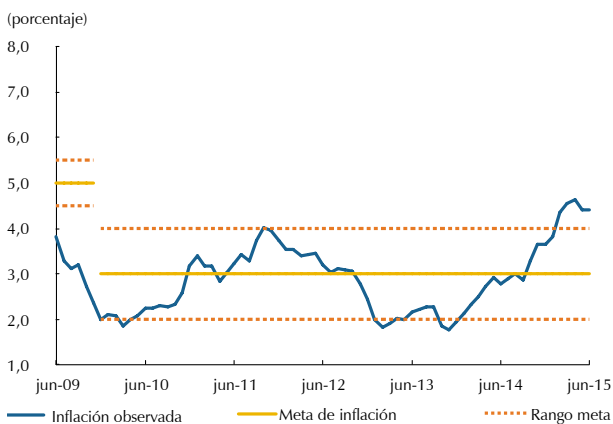
En el segundo trimestre de 2015 la inflación al consumidor interrumpió la tendencia ascendente que mostraba desde comienzos de 2014; a pesar de ello se mantuvo por encima del techo del rango meta.

Sin embargo, en este período la inflación básica siguió aumentando, y en junio superaba el techo del objetivo inflacionario.

Las principales presiones alcistas sobre los precios provinieron de la depreciación acumulada del peso y de la activación de los mecanismos de indexación. El descenso de los precios de algunos alimentos perecederos compensó estos aumentos.

A finales del segundo trimestre de 2015 la inflación anual al consumidor se situó en 4,42%, un poco menos que el registro del primer trimestre (4,56%), con lo cual se interrumpió la tendencia alcista que traía desde octubre del año pasado. La inflación anual supera el techo del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (2% a 4%) desde febrero de este año y la meta puntual de largo plazo (3,0%) desde octubre de 2014 (Gráfico 31 y Cuadro 6). En el año corrido, la inflación se situó en 3,33%, cifra que supera el registro para el mismo período del año anterior (2,57%).

Gráfico 31
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Como se esperaba, la desaceleración de la inflación anual durante los últimos tres meses fue posible, sobre todo, gracias al descenso de los precios de algunos alimentos perecederos y a los menores ajustes en el IPC de los regulados. En contraste, en este período, la subcanasta del IPC de transables sin alimentos ni regulados continuó con una tendencia ascendente, como sucede desde septiembre de 2014, la cual se atribuye a la depreciación acumulada del tipo de cambio. El debilitamiento del peso, que se inició en julio del año pasado, se ha transmitido gradualmente a los precios de este segmento del IPC y se espera que lo siga haciendo en los próximos meses, dado el rezago con el que opera.

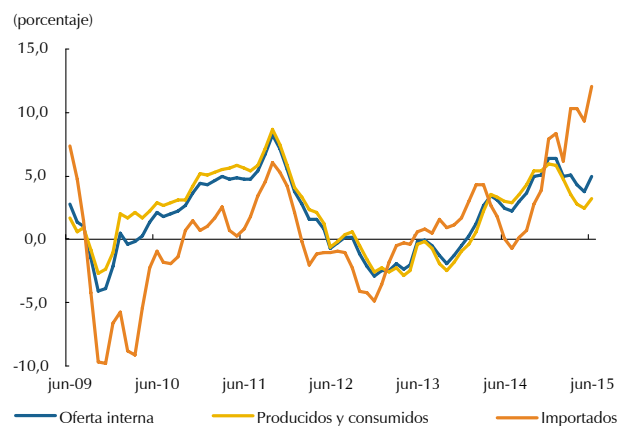
Cuadro 6
Indicadores de inflación al consumidor
(a junio de 2015)

Descripción	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dic-14	Mar-15	Abr-15	May-15	Jun-15
Total	2,51	2,79	2,86	3,66	4,56	4,64	4,41	4,42
Sin alimentos	2,62	2,66	2,70	3,26	3,46	3,44	3,72	3,72
Transables	1,65	1,94	1,59	2,03	3,46	3,64	3,74	4,17
No transables	3,55	3,45	3,26	3,38	3,56	3,67	3,83	3,98
Regulados	2,21	2,14	3,25	4,84	3,25	2,68	3,45	2,55
Alimentos	2,23	3,11	3,25	4,69	7,37	7,70	6,16	6,20
Perecederos	3,17	8,92	7,61	16,74	21,57	16,99	8,34	10,73
Procesados	0,92	1,44	2,14	2,54	5,99	7,00	6,55	6,00
Comidas fuera del hogar	4,13	3,52	3,23	3,51	3,59	4,68	4,45	4,45
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos	2,62	2,66	2,70	3,26	3,46	3,44	3,72	3,72
Núcleo 20	2,86	3,04	2,89	3,42	3,70	3,97	4,06	4,24
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	2,53	2,53	2,39	2,76	3,95	4,29	4,39	4,54
Inflación sin alimentos ni regulados	2,74	2,81	2,55	2,81	3,52	3,65	3,79	4,06
Promedio de todos los indicadores	2,69	2,76	2,63	3,06	3,65	3,84	3,99	4,14

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Un impulso adicional sobre la inflación provino también del IPC de los no transables sin alimentos ni regulados. Del mismo modo, este comportamiento estaría asociado, en parte, con la depreciación (directa e indirectamente vía mayores costos) y con algunos choques puntuales de oferta, más que con presiones de demanda.

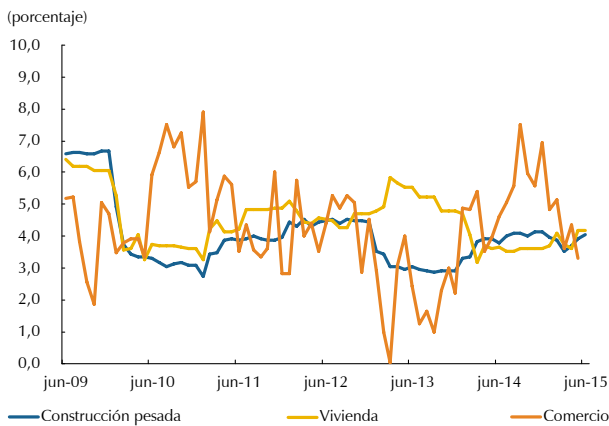
Gráfico 32
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

La depreciación del peso continuó traduciéndose en presiones alcistas sobre los costos de producción que deben estar transmitiéndose a los precios al consumidor de manera paulatina. La inflación anual del IPP oferta interna, una *proxy* de los costos de producción no salariales, mantuvo una variación anual relativamente alta en junio (de 5,0%), similar a la registrada en marzo (5,1%) y con señales de estar repuntando (Gráfico 32). El componente importado presentó variaciones anuales crecientes que al cierre del trimestre ascendían a 12,1%. Dichas presiones fueron compensadas por los descensos en la variación anual del componente local, gracias a la caída de precios de varios productos agrícolas (papa, arroz, hortalizas y cítricos).

Gráfico 33
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

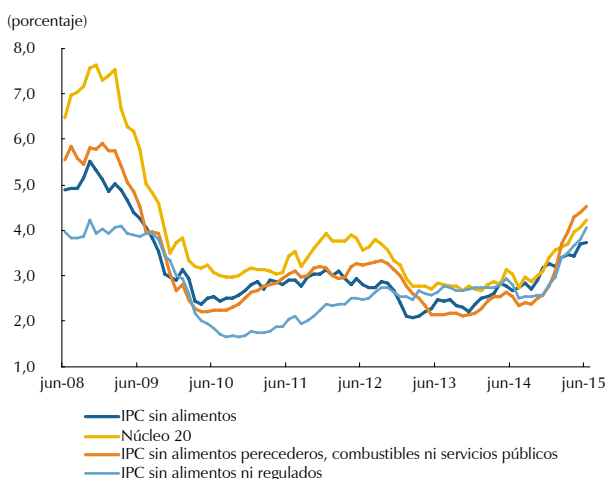
En la primera mitad del año los salarios muestran ajustes compatibles con el rango meta de inflación. Los de la vivienda en junio aumentaron anualmente 4,2%, algo por encima de lo observado en marzo (3,7%) y diciembre pasados (3,6%). Los de comercio en mayo (3,3%) se atenuaron al compararse con el registro de marzo (3,6%) y aún más frente al de diciembre pasado (6,9%). Por su parte, los ajustes anuales de los salarios de la construcción cerraron el primer semestre ajustándose a tasas del 4,0%, un poco por encima del registro de marzo (3,6%) (Gráfico 33).

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica, monitoreados en forma regular por el Banco de la República, mantuvo una tendencia ascendente durante el segundo trimestre, situándose en junio en 4,14%. Con este mes se cumplieron nueve meses de aumentos consecutivos y por primera vez desde febrero de 2009 el indicador supera el techo del rango.

Todos los indicadores de inflación básica aumentaron. El IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos mantuvo el mayor nivel de todos los indicadores, situándose en junio frente al 3,95% de marzo. Por su parte, el IPC sin alimentos ni regulados cerró el primer semestre en 4,06% y el núcleo 20 en 4,24%, mientras que el IPC sin alimentos, con 3,72%, registró el menor nivel en junio, superando en 26 pb el registro de marzo (Cuadro 6, Gráfico 34). Todos los indicadores, salvo el IPC sin alimentos, ya se sitúan por encima del límite superior del rango meta de inflación.

Gráfico 34
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

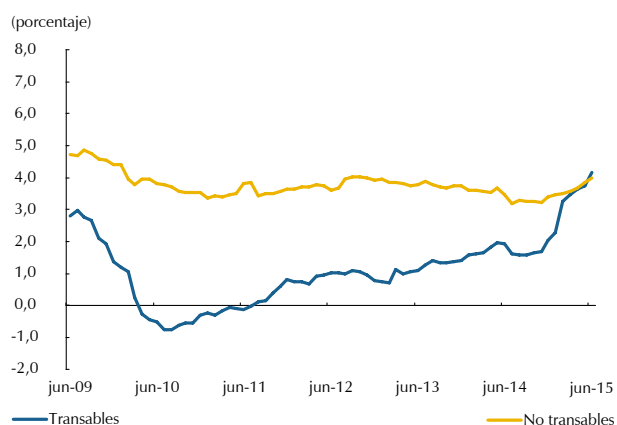
Al igual que sucedió con la inflación total, el aumento de los indicadores de inflación básica, incluido el IPC sin alimentos, durante el segundo trimestre de este año estuvo ligado de manera estrecha a la depreciación acumulada del peso. Este fenómeno ha golpeado en especial al IPC de transables, que está conformado por aquellos precios más sensibles a los movimientos del tipo de cambio.

En particular el IPC de transables sin alimentos ni regulados registró una aceleración de su variación anual importante que se suma a la observada en los dos trimestres anteriores. A junio, este indicador se situó en 4,2%, 71 pb más que el registro de marzo (Cuadro 6, Gráfico 35). Entre marzo y junio las alzas de estos precios fueron generalizadas, pero sobresalen las de vehículos, electrodomésticos en general, y

algunos artículos de aseo personal. En el caso de vehículos, cuyo peso en el IPC es de 4,4%, que lo ubica en el tercer rubro más importante después de arriendos y comidas fuera del hogar, su precio acumuló una variación de 8,5% en los primeros seis meses del año.

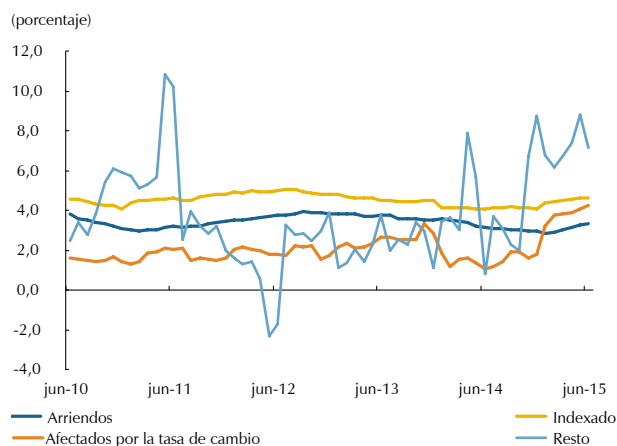
En los últimos tres meses, la segunda fuente de presiones inflacionarias se concentró en el IPC de no transables sin alimentos ni regulados, con unos resultados que superaron los pronósticos efectuados en informes anteriores. La variación anual de este segmento del IPC cerró el segundo trimestre en 4,0%, frente a un registro de 3,6% en marzo (Gráfico 35). La aceleración de dicha variable durante el primer semestre ha sucedido a pesar del menor dinamismo que exhibe el consumo y a que las estimaciones de la brecha del producto indican que esta se encuentra en terreno negativo, como se explica en el capítulo IV de este informe.

Gráfico 35
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 36
IPC de no transables sin alimentos ni regulados, por grupos (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Las alzas en esta subcanasta, en ausencia de presiones de demanda, se explicarían por factores ajenos al crecimiento. En primer lugar, es posible que los mecanismos de indexación, que aún persisten en la formación de varios mercados, estén transmitiendo el aumento de la inflación al consumidor de finales del año pasado y de comienzos de 2015 a los precios corrientes. Esto puede estar sucediendo en el caso del IPC de arriendos, cuya variación anual comenzó a acelerarse en los últimos meses y a junio se situó en 3,3%, un aumento de 37 pb frente al registro de marzo (Gráfico 36). Algo similar puede estar registrándose en otros rubros como servicios de educación y de salud. En segundo lugar, porque el aumento del tipo de cambio, vía costos o debido a que algunos precios no transables se han hecho más sensibles a los movimientos del dólar, también ha generado alzas en este grupo. Un tercer factor es la presencia de algunos choques puntuales, en principio de carácter transitorio, que han afectado el IPC de servicios de diversión, cultura y esparcimiento (vía alzas en las boletas de fútbol, principalmente) (al respecto véase el recuadro 2, pp 53-55).

Los regulados fueron el único componente del IPC sin alimentos que presionó a la baja la inflación entre marzo y junio. Salvo por mayo, la variación anual de este grupo viene descendiendo sin interrupción desde diciembre del año pasado (4,8%), situándose en marzo en 3,3% y 2,6% en junio (Gráfico 37). Todos los componentes principales de esta subcanasta presentaron bajas en el segundo trimestre. Los servicios públicos moderaron su crecimiento anual de 6,3% en marzo a 4,4% en junio. Estos descensos fueron liderados por las tarifas de ener-

Gráfico 37
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)

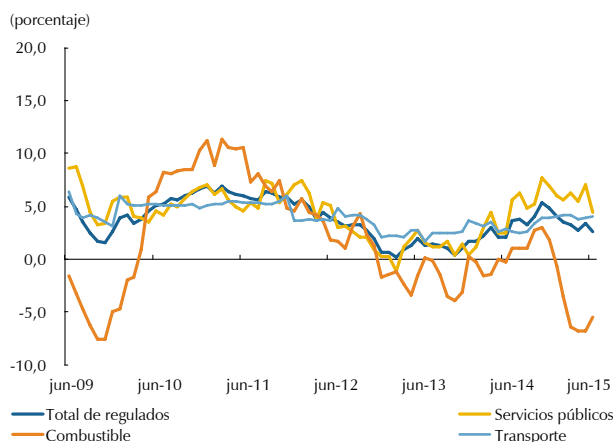


Gráfico 38
IPC de alimentos
(variación anual)

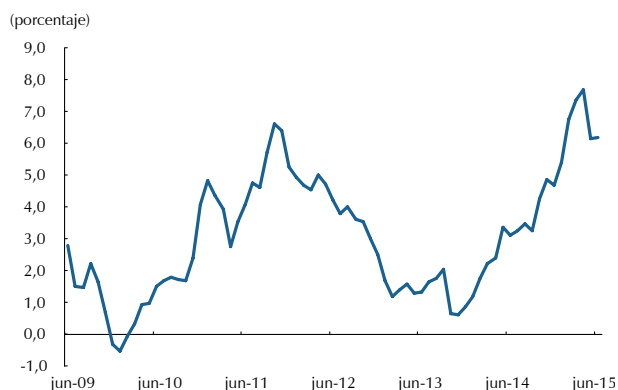
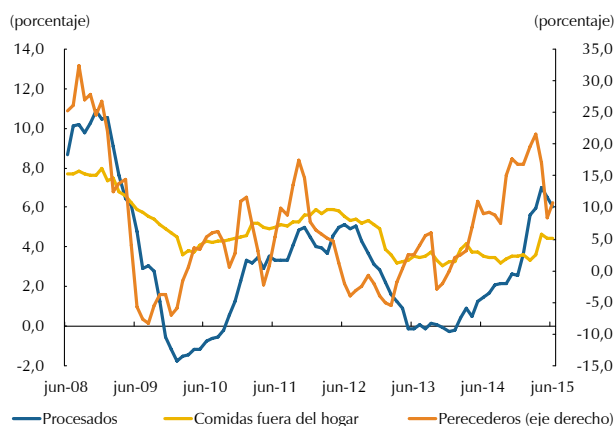


Gráfico 39
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



gía eléctrica y gas, aunque se debe señalar que estos rubros vienen presentando variaciones fuertes desde hace algunos años, por eso los movimientos recientes no necesariamente marcan tendencias.

Asimismo, el transporte contribuyó a moderar los ajustes anuales de los regulados al cerrar junio (4,0%) en un nivel inferior al observado en marzo (4,2%). No sucedió lo mismo con los combustibles, los cuales se han visto afectados por el mayor precio del dólar, y aun cuando continúan en terreno negativo, su variación anual pasó de -6,4% en marzo, a -5,5% en junio.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

Como se mencionó, los alimentos fueron el componente de la canasta familiar que incidió con más fuerza en el descenso de la inflación durante el segundo trimestre de este año: la variación anual de dicho índice pasó de 7,4% en marzo a 6,2% en junio (Gráfico 38). En línea con lo previsto en informes anteriores, el descenso se concentró en los alimentos percederos, cuyo crecimiento anual en junio fue de 10,7% frente al 21,6% de marzo (Gráfico 39). Desde abril pasado se habría dado una recuperación de la oferta de algunos de esos productos, en especial de la papa, lo que ha permitido una disminución de sus precios. Sin embargo, es importante anotar que este fenómeno no fue generalizado y sostenido durante los últimos tres meses, pues a junio, por ejemplo, se presentaron alzas en precios de diversas hortalizas y legumbres.

En junio el IPC del subgrupo de alimentos procesados mantuvo la misma variación anual alcanzada en marzo (6,0%). Luego de las alzas registradas en los primeros cuatro meses del año hasta abril, los precios tendieron a disminuir en mayo y junio. Este comportamiento estuvo marcado por la dinámica del arroz, principalmente. Al inicio, las alzas en el precio del grano estuvieron asociadas con la caída en la producción generada por el anuncio de un nuevo evento de El Niño, con la retención de inventarios del cereal por parte de algunos molineros y con el encarecimiento de las importaciones del grano, derivadas de un dólar más costoso. En los dos últimos meses, como se esperaba, la oferta de arroz ha tendido a recuperarse gracias a la salida de una

nueva cosecha y a la intervención del Gobierno para controlar la especulación de los inventarios del grano. Estas circunstancias han permitido algunos descensos en el precio, que de todos modos son aún pequeños comparados con las alzas de comienzos de año.

En el segundo trimestre, una parte importante de los otros componentes del grupo de procesados (en especial huevos, cereales, aceites y harinas) empezaron o continuaron incorporando la depreciación del peso a sus precios. Esta transmisión se habría retrasado debido a que en los trimestres anteriores los menores precios internacionales con respecto al año anterior compensaban los efectos de la depreciación. Sin embargo, esta condición estaría dejando de operar.

Finalmente, la variación anual de los precios de las comidas fuera del hogar avanzó desde 3,6% en marzo a 4,5% en junio, reflejo del incremento de sus costos, en especial los de los alimentos y los arriendos.

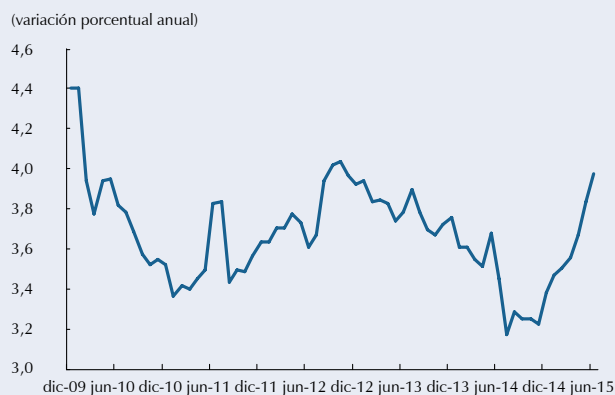
Recuadro 2

¿POR QUÉ SE ESTÁ ACELERANDO EL CRECIMIENTO ANUAL DEL IPC DE LOS NO TRANSABLES SIN ALIMENTOS NI REGULADOS?

Edgar Caicedo García
Nicolás Martínez Cortés*

Desde julio del año pasado y luego de varios trimestres de descensos continuos, la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) de no transables sin alimentos ni regulados (nt-sinar) tendió a estabilizarse hasta noviembre de 2014 y posteriormente adoptó una tendencia ascendente, que se acentuó al comenzar 2015 (Gráfico R2.1). Esto sucedió de manera simultánea con una reducción del crecimiento de la economía y de la demanda agregada y con una brecha del producto que ha entrado en terreno negativo, según las estimaciones que se muestran en el capítulo 4 de este informe.

Gráfico R2.1
IPC de no transables sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por lo común, a las presiones de demanda se les atribuye el aumento en los precios de los bienes y servicios no transables, pero en ausencia de dichas presiones, surge la pregunta: ¿por qué este comportamiento alcista de los nt-sinar? Lo anterior lleva a considerar otras variables que tal vez están incidiendo en la dinámica inflacionaria de este segmento del IPC. Para explicar este comportamiento, en el presente recuadro se propone una nueva clasificación para los nt-sinar, con más sentido económico, que ayude a identificar los factores que están incidiendo sobre su comportamiento.

En ausencia de presiones de demanda, los precios de este segmento del IPC deben estar respondiendo a otras variables relevantes de la economía, tales como la depreciación del peso, la indexación a la inflación pasada y a los salarios, y choques de oferta transitorios. Teniendo esto en cuenta, el IPC de los nt-sinar se desagregó en los siguientes subgrupos:

1. Arriendos: compuesto por los gastos básicos arriendo efectivo e imputado. Son en conjunto el subgrupo de mayor peso en los nt-sinar (18,59% del IPC total y 60,9% de la canasta nt-sinar). Esta subcanasta, además de ser afectada por la demanda, responde también, por legislación¹, a factores de indexación como la inflación observada en el inmediato pasado, así como a la meta de inflación. Igualmente, este componente está relacionado de manera indirecta con la dinámica de los precios de la vivienda y del suelo, ya que técnicamente se acepta que los arriendos tienden a reflejar un porcentaje de los precios de la vivienda. Debido a lo anterior y a su gran peso en la canasta, se estableció un subgrupo aparte para ellos.
2. Indexados (aparte de arriendos): aquí consideramos aquellos rubros que, además de ser influidos por la dinámica de la demanda, tienden también a formar sus precios basados en el comportamiento de la inflación observada, la meta de inflación y los salarios. Su peso en el IPC total es de 8,14%, equivalente al 26,7% de los nt-sinar.
3. Los afectados por la tasa de cambio: representan el 7,5% de la canasta de los nt-sinar, con un peso de 2,29% en el IPC total. Son aquellos precios de ítems que de forma directa (por ser importados o exportados) o indirecta (vía costos de producción y de financiación de la inversión) se ven afectados por el comportamiento de la tasa de cambio nominal frente al dólar. La mayor exposición del país, en los últimos quince años, al comercio exterior ha hecho que la sensibilidad de varios de estos precios transables a los movimientos del tipo de cambio, que en décadas anteriores era muy baja, aumente de manera importante.

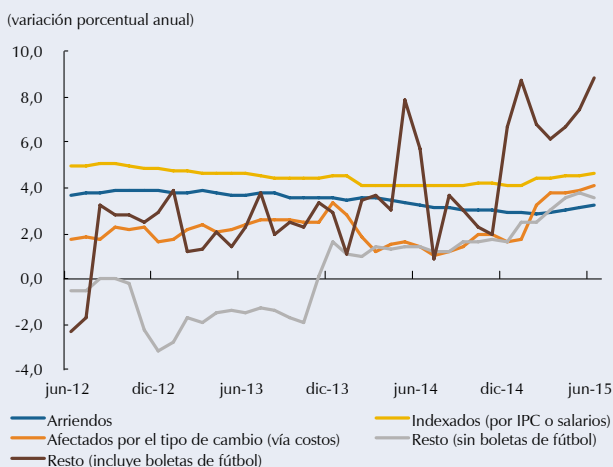
* Los autores son, en su orden, profesional líder en inflación y estudiante en práctica del Departamento de Inflación y Programación del Banco de la República. Sus opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 El incremento de los contratos de arrendamiento suscritos con posterioridad al 10 de julio de 2003, de conformidad con lo establecido en el artículo 20 de la Ley 820 de 2003, será máximo el incremento del IPC del año anterior. El ajuste para los contratos de arrendamiento suscritos con antelación al 10 de julio de 2003 no puede superar el punto medio del rango meta vigente y determinado por la Junta Directiva del Banco de la República. Aplican algunas excepciones en casos especiales.

4. Resto: constituidos por los demás rubros que no responden de forma clara y única a los factores señalados. En este subgrupo se destacan los servicios relacionados con diversión, rubro que le imprime una alta volatilidad al grupo, y que se ve ampliamente afectado por la boletería de fútbol (en especial en fases finales de los rentados nacionales e internacionales de los equipos colombianos). Este subgrupo tiene un peso en el IPC total de 1,51% y representa el 4,9% de la canasta de los nt-sinar.

Como se observa en el Gráfico R2.2 y en el Cuadro R2.1, desde el inicio de la tendencia alcista del IPC de los nt-sinar en julio de 2014 (3,17%) hasta junio (3,98%), el subgrupo resto es el que más explica esta aceleración de la variación anual de los nt-sinar, seguido por el aporte de aquellos ru-

Gráfico R2.2
IPC de no transables sin alimentos ni regulados, por grupos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R2.1
Contribución a la aceleración de la variación anual
IPC de no transables sin alimentos ni regulados

Descripción	Ponderación en el IPC	Variación anual (porcentaje)		Contribución		Contribución a la aceleración	
		Jul-14	Jun-15	Jul-14	Jun-15	Puntos porcentuales	Porcentaje
No transables sin alimentos ni regulados	30,52	3,17	3,98	1,02	1,28	0,26	100,00
Arriendos	18,59	3,17	3,27	0,61	0,63	0,02	7,43
Indexados	8,14	4,11	4,62	0,37	0,42	0,05	19,58
Afectados por tasa de cambio	2,29	1,03	4,06	0,02	0,09	0,07	25,02
Resto	1,51	0,83	8,80	0,01	0,14	0,13	47,97

Fuente: DANE; cálculos de los autores.

bros afectados por la tasa de cambio, los indexados y, en menor magnitud, los arriendos.

El segmento resto, el cual incluye el rubro de servicios relacionados con la diversión (que a su vez contiene las boletas de fútbol), muestra un desempeño muy volátil, producto de las fases finales del fútbol profesional colombiano. El aporte de este subgrupo a la aceleración de la inflación anual en el período contemplado fue de 48,0%, luego de que los ajustes anuales del subgrupo pasaran de 0,83% en julio de 2014 a 8,8% en junio de 2015. Las variaciones anuales de este segmento del IPC reflejan las oscilaciones fuertes que le imprimen las finales del fútbol colombiano. Por ejemplo, los aumentos anuales de este subgrupo en noviembre de 2014 eran de 1,97% y un mes después pasaron a 6,74%.

Más recientemente, las finales del fútbol colombiano en junio situaron al grupo resto con un ajuste anual de 8,8%, superior al observado en mayo (7,4%) y en marzo (6,2%). De esta manera, la alta volatilidad que muestra el subgrupo resto, en los últimos dos semestres, está altamente vinculada con la definición del torneo finalización 2014 y apertura 2015, respectivamente. Cuando a estas finales llegan equipos de ciudades grandes, con alto peso en el IPC, pero en especial si son los equipos de la capital (como sucedió en el torneo apertura de 2014), suelen presentarse ajustes al alza muy abruptos. Dado lo anterior, las presiones alcistas del grupo resto podrían asimilarse, en buena parte, a presiones transitorias que tenderían a desaparecer entre finales de este año y fines de 2016.

El segmento de nt-sinar, que viene siendo afectado por el tipo de cambio vía costos, explica un 25,0% del repunte inflacionario durante el lapso contemplado. Los ajustes anuales de este subgrupo pasaron de 1,03% en julio de 2014 a 1,61% en diciembre pasado, para terminar en 4,06% en junio. Dicho comportamiento se puede atribuir al efecto que ha tenido sobre estos precios la depreciación del peso

colombiano con respecto al dólar, iniciada con fuerza en julio de 2014, y que comenzó a transmitirse claramente solo hasta finales del pasado año.

Por último, en el caso de los arriendos, con ajustes anuales en descenso en el segundo semestre del año pasado, y los indexados, relativamente estables en la segunda mitad de 2014, se verifica que estos subgrupos comenzaron a presionar los precios de los no transables desde principios de este año, explicando la aceleración de los ajustes anuales de los alquileres, en el período contemplado, en 7,4% y 19,6%, respectivamente (Cuadro R2.1). La variación anual de los arriendos en julio de 2014 se situaba en

3,17%, para caer a 2,86% en febrero y finalizar junio en 3,27%. Este comportamiento alcista del grupo con más peso en la canasta del IPC total (18,59%) estaría asociado con la mayor indexación de los nuevos cánones que se actualizaron con la inflación del año pasado, la cual fue alta (3,66%) y con la meta puntual de inflación de este año (3,0%) (véase nota al pie 1). Los indexados, por su parte, se vieron impulsados por la mayor inflación del año pasado, así como por el ajuste del salario mínimo (4,6%) y vienen marcando una tendencia creciente a lo largo de este año, luego de que, entre junio de 2014 y enero de 2015, se mantuviera estable en torno al 4,1%, para cerrar el primer semestre en 4,62%.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

Los riesgos a la baja sobre el crecimiento han aumentado en este *Informe sobre Inflación*. En particular, se ha incrementado la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la demanda externa y los precios de las materias primas exportadas.

En el presente informe de nuevo se revisó a la baja el crecimiento para 2015. Se espera que el PIB se expanda a un 2,8% anual, con un rango entre 1,8% y 3,4%. Para 2016 se prevé una leve recuperación de la actividad económica.

Los pronósticos de inflación aumentaron, debido en parte de la depreciación acumulada del peso. La convergencia a la meta será más lenta que lo previsto anteriormente.

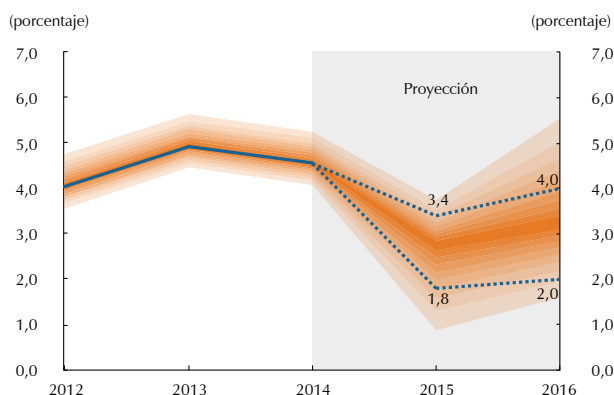
A. CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA EL RESTO DE 2015 Y 2016

De acuerdo con la más reciente información disponible, en los contextos interno y externo se han materializado algunos riesgos contemplados en el anterior *Informe sobre Inflación*, lo que hizo que el equipo técnico revisara a la baja las proyecciones de crecimiento económico para 2015. El nuevo pronóstico de expansión del PIB obedece puntualmente a varios factores, entre los que se destacan: i) una nueva reducción del pronóstico de crecimiento de nuestros principales socios comerciales, en especial los de la región; ii) un menor dinamismo esperado para la producción y exportación de bienes tradicionales frente a lo contemplado anteriormente, en particular de petróleo y carbón, y iii) un nivel de gasto público, que pese a continuar contribuyendo a la expansión del PIB, sería menor que el previsto tres meses atrás. Cabe señalar que la incertidumbre asociada con estos pronósticos continúa siendo elevada, lo que se refleja en la amplitud del rango del intervalo y se recoge en el ejercicio de evaluación de riesgos que es el insumo de la elaboración del *fan chart* de crecimiento del PIB (Gráfico 40).

Según se reseñó en el capítulo I de este informe, el crecimiento proyectado para 2015 de la mayoría de los socios comerciales de Colombia fue revisado a la baja por el equipo técnico del Banco de la República. De esta forma, para este año se prevé una demanda externa más débil, con una dinámica inferior a la registrada en 2014, en especial para Venezuela y Ecuador, mercados importantes para las

El equipo técnico revisó a la baja el pronóstico de crecimiento del PIB para 2015, dadas una demanda externa más débil que la prevista y una mayor reacción de la demanda interna a la caída de los términos de intercambio.

Gráfico 40
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

exportaciones no tradicionales. Por otra parte, durante el primer trimestre de 2015 se activaron algunas salvaguardas comerciales en Ecuador, lo que representó un incremento en los aranceles para varios de los productos colombianos. En lo corrido del año la caída en las exportaciones no tradicionales en dólares confirma que los efectos positivos del mecanismo por el cual este tipo de ventas se ven beneficiadas por la depreciación de la tasa de cambio nominal habrían sido contrarrestados por la desaceleración de la demanda mundial y por las restricciones comerciales.

En este informe se considera una mayor probabilidad de aumento en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos durante el segundo semestre.

Esto tiende a fortalecer el dólar y a depreciar otras monedas (como el peso colombiano), incrementa las primas de riesgo de las economías emergentes, y eleva las tasas de interés externas relevantes para la economía colombiana, ya que el cambio en la postura monetaria de los Estados Unidos es una señal de menor liquidez mundial en el futuro.

Adicionalmente, se espera que la caída de los términos de intercambio tenga un efecto negativo importante sobre el ingreso nacional. De igual manera, y de acuerdo con las proyecciones de la balanza de pagos del capítulo I, para 2015 se proyecta una reducción de los flujos de capital por concepto de transferencias corrientes e IED (sobre todo aquella destinada al sector petrolero) mayor que la presentada un trimestre atrás. Cabe señalar que esto último sería en parte compensado por una menor remisión de utilidades al exterior, lo que supone algún alivio sobre la menor dinámica del ingreso nacional.

Todo lo anterior permite prever que la desaceleración del ingreso nacional obligará a que se ajuste la demanda interna. En este sentido, uno de los rubros más afectados sería la formación bruta de capital fijo (distinta de aquella de construcción de edificaciones y de obras civiles), en particular la destinada al sector minero-energético. A esto se suma el potencial efecto negativo que tendría la devaluación de la tasa de cambio sobre la compra de bienes de capital, pues la gran mayoría de este tipo de inversión es importada. Esto sugiere que, de mantenerse las expectativas que tienen los empresarios sobre el rumbo de la economía nacional, la inversión en bienes de capital en todo 2015 sería considerablemente menor que la registrada el año pasado. A lo anterior se debe añadir que se mantiene la previsión de una caída significativa de las inversiones en este tipo de bienes realizadas por el sector minero-energético, afín con los menores niveles del precio del crudo y con una reducción de las actividades de exploración y perforación de pozos petroleros.

En contraste con lo anterior, la inversión en construcción de edificaciones se expandiría a un buen ritmo, aunque menor que el de 2014. El mayor impulso provendría de la construcción de vivienda, en particular por la continuación de los proyectos

Uno de los rubros más afectados por el choque en los términos de intercambio y el ingreso sería la inversión, en particular aquella destinada al sector minero-energético.

El dinamismo de la inversión en construcción provendría del impulso de los proyectos de vivienda con fines sociales que viene adelantando el gobierno nacional y de la puesta en marcha del PIPE 2.0.

con fines sociales que adelantados por el Gobierno desde hace ya varios trimestres. Además, la puesta en marcha de una segunda versión del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE 2.0) permite confiar en esta proyección, pues para este plan se contemplaría una extensión de los subsidios a las tasas de interés para compra de vivienda por parte de las personas con ingresos medios y bajos.

El más bajo crecimiento del ingreso nacional también afecta al consumo de los hogares, aunque en menor magnitud que la inversión, dada su mayor inflexibilidad. Adicionalmente, la depreciación acumulada de la tasa de cambio tiende a desincentivar el consumo de bienes durables y de bienes semidurables, en especial mediante un menor poder adquisitivo del ingreso de los hogares en dólares. Además, las series de mercado laboral muestran avances modestos en la reducción de la tasa de desempleo y en el ritmo de creación de puestos de trabajo. Todo esto permite estimar una moderación del dinamismo del consumo de los hogares para lo que resta de 2015.

Para el caso de la demanda interna pública, también se prevé una desaceleración, dada la importancia que tiene el sector minero-energético dentro de los ingresos totales del Gobierno (tanto por utilidades como por impuestos y regalías). Con la caída del precio del petróleo, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) revisó el presupuesto para el año en curso y para el siguiente. Según lo consignado en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP), la proyección del déficit del gobierno nacional central (GNC) es de 3,0% del PIB para 2015 y 3,6% para 2016, lo que significa una ampliación con respecto al año 2014 (-2,4%). Esta cifra se deriva de una menor proyección de los ingresos tributarios y de dividendos petroleros, mientras que el gasto se ajustaría solo de manera parcial con el aplazamiento de diversas partidas en 2015 y 2016 (ver Recuadro 3, pp 69-72). Dado lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República prevé una desaceleración del consumo público en términos reales con respecto a lo observado en 2014. Cabe señalar que 2015 es el último año del período de gobierno para mandatarios locales y regionales, lapso en el que normalmente se observa una mayor ejecución del gasto público (incluso, a pesar de la entrada en vigencia de la ley de garantías).

Con respecto a la inversión pública, se estima que el gasto en inversión en construcción de obras civiles desempeñe un papel expansivo en 2015. En primer lugar, en todo el territorio nacional se observaría una buena ejecución de recursos provenientes de regalías, los cuales ya están comprometidos en proyectos estratégicos para el desarrollo de las regiones. Segundo, continuaría el buen ritmo de gasto en infraestructura vial y aeroportuaria que se viene dando desde hace varios trimestres. Así las cosas, el PIB de obras civiles de nuevo registraría un buen comportamiento, aunque menor que el de 2014, año para el cual se observó una tasa de crecimiento de dos dígitos que acompañó niveles récord para la serie histórica. No obstante, se debe mencionar que en este informe el equipo técnico redujo su proyección de obras civiles para 2015 frente a la prevista tres meses atrás, ya que el impacto estimado de las obras de cuarta generación (4G) en las cuentas nacionales se trasladaría hacia 2016.

Para 2015 y 2016 se prevé una desaceleración del consumo público en términos reales frente a lo observado en 2014.

Para 2015 se espera un buen desempeño de la inversión en obras civiles.

El comportamiento esperado de las cuentas de comercio exterior va en la misma dirección de las proyecciones de los contextos externo e interno ya descritas. Por un lado, las exportaciones en pesos reales registrarían tasas de crecimiento positivas, luego de que en 2014 mostraran un retroceso. Sin embargo, la expansión sería de menor magnitud que aquella prevista en el anterior *Informe sobre Inflación*. La revisión a la baja se registró tanto para las exportaciones tradicionales como para las no tradicionales. Para las primeras se pronostica un crecimiento más débil de la producción de petróleo y de carbón frente a lo esperado hace tres meses. Estas revisiones a la baja están relacionadas con los efectos adversos que podrían tener los incidentes de orden público acontecidos durante la primera mitad del año, por la menor producción debida a la reducción de los actuales planes de inversión de las petroleras, por el cierre de algunos pozos financieramente poco rentables y por la revisión de las metas de producción de carbón que inicialmente estaban siendo demasiado optimistas. Para el caso de las no tradicionales, el menor dinamismo de las ventas al exterior de bienes intermedios y manufactureros está relacionado con una demanda externa más débil y con una respuesta menos dinámica de la producción de este tipo de bienes ante la depreciación del tipo de cambio, comparada con la contemplada anteriormente, como ya se explicó. También, se verían afectadas por las restricciones comerciales mencionadas. Por su parte, las importaciones se contraerían, producto de una demanda interna más débil de bienes de consumo durable y bienes de capital.

Para 2016 se prevé un mejor desempeño del PIB, algo mayor que el que se observaría para este año. Según los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República, el próximo año el consumo privado se expandiría a un mejor ritmo que en 2015, mientras que el consumo público lo haría a una tasa algo menor que la de este año. Esto último debido a los anuncios del Gobierno y del MHCP relacionados con el congelamiento de algunas partidas presupuestales y con los ajustes de los gastos de funcionamiento e inversión para este y el próximo año. Además, el pronóstico de 2016 contempla alguna recuperación del gasto en formación bruta de capital fijo, lo que obedecería, en parte, a una mayor inversión en obras civiles, en especial aquellas realizadas en el marco de los proyectos de infraestructura vial 4G. Afín con lo anterior, las importaciones en pesos reales dejarían de contraerse, al tiempo que las exportaciones mantendrían un dinamismo moderado. Los anteriores pronósticos suponen un precio del barril de petróleo que se ubicaría alrededor de USD 70 en promedio para 2016, superior al previsto para 2015, así como una aceleración del crecimiento de nuestros principales socios comerciales; todo esto coherente con el escenario central de la balanza de pagos de 2016 presentado en el capítulo I de este informe.

Los pronósticos de crecimiento del PIB para 2016 contemplan un consumo privado que se expandiría a un mejor ritmo que en 2015 y alguna recuperación del gasto en formación bruta de capital fijo.

Por el lado de la oferta, los sectores que contribuirían en mayor medida a la expansión del PIB en 2015 serían construcción, servicios sociales, comunales y personales (afín con lo descrito en párrafos anteriores), y servicios financieros. Se prevé que sectores que sufrieron choques de oferta el año pasado, como la minería y la industria, muestren una recuperación y que hacia finales de 2015 registren tasas de expansión superiores a las observadas en 2014, aunque aún por debajo de sus promedios desde 2000. Para el resto de los sectores se esperan

Los sectores más dinámicos en 2015 serían la construcción, los servicios sociales, comunales y personales, y los servicios financieros. La minería y la industria mostrarían una recuperación hacia finales de año.

algunas desaceleraciones, sobre todo para las actividades no transables. Para 2016 se prevé un crecimiento sectorial más balanceado, en el cual la devaluación observada y la prevista en los escenarios centrales genere una recuperación de las ramas productivas transables.

Los servicios financieros continuarían contribuyendo de manera activa a la expansión de la economía colombiana, lo que se atribuye a su alta participación sectorial (19,6%) y al crecimiento de la cartera que, pese a alguna ralentización en su ritmo, conservaría un buen desempeño. Además, las tasas de interés reales siguen siendo relativamente bajas con respecto a los promedios históricos, lo que ayuda al dinamismo del crédito.

Para el sector de la minería, en este informe se contempla una recuperación de la producción de carbón en lo que resta de 2015 y para 2016, luego de las caídas observadas en la primera mitad del año. Sin embargo, esta rama reportaría expansiones moderadas, ya que estaría cargando con los efectos de los problemas de orden público y de transporte que complicaron su cadena de producción en 2013 y 2014. Adicionalmente, dichas firmas enfrentarían un entorno en el que los precios del carbón serían más bajos. Para el petróleo, por su parte, se redujo el supuesto de producción frente a hace tres meses, pasando de cerca de 1.020.000 barriles diarios en promedio a 1.000.000. Se actualizó la proyección de acuerdo con la nueva información recibida en mayo en la publicación del MFMP realizado por el MHCP. La senda de producción para los siguientes años también es afín con los escenarios planteados en dicho documento (ver Recuadro 3, pp 69-72). Cabe señalar, asimismo, que las inversiones de años anteriores en la infraestructura de transporte de dichos productos deberían contribuir a mejorar sus tasas de crecimiento.

Con respecto a la industria, el pronóstico para 2015 y 2016 prevé una recuperación, basada en los esfuerzos de inversión efectuados en años anteriores, en la diversificación de productos y de mercados de exportación, y en la contribución que la reciente depreciación del peso genere en términos de competitividad. Cabe señalar que se espera que la reapertura de Reficar hacia el final del año y su puesta en marcha al ciento por ciento en marzo de 2016¹² implique un salto importante en la producción de derivados del petróleo, cuya participación en el PIB de la industria se encuentra alrededor del 12%. Sin embargo, algunas ramas seguirían enfrentando competencia por las importaciones, de acuerdo con la percepción reportada por los empresarios en las encuestas de la ANDI.

El pronóstico de 2015 prevé una recuperación de la industria.

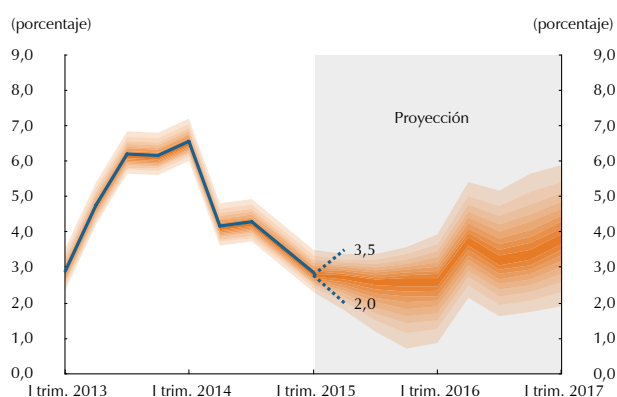
Por su parte, para el sector agropecuario se espera un comportamiento dispar para 2015 y un crecimiento balanceado para 2016. La producción de café continuaría contribuyendo de manera importante al crecimiento del valor agregado sectorial, aunque menos que lo observado en 2014. Se contempla una producción de 12,8 millones de sacos de sesenta kilogramos, cifra similar a la esperada

12 <http://www.portafolio.co/negocios/ecopetrol-reficar>. Tomado del diario Portafolio, 6 de agosto de 2015.

por la Federación Nacional de Cafeteros (Fedecafé), lo que implicaría una expansión de 5,4%. Para 2016 mantendría la productividad de los campos debido a la renovación de cafetales e inversiones realizadas en años anteriores. Por el contrario, el sacrificio de ganado contrarrestaría dicha dinámica en 2015 debido a la continuación del ciclo de retención ganadera y por el impacto moderado que el clima pueda tener sobre la actividad.

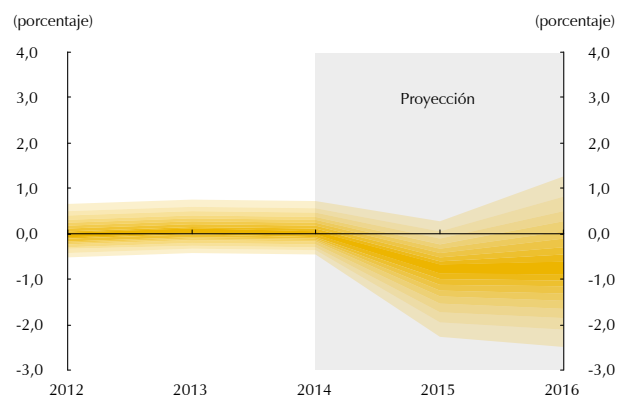
Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del PIB en el escenario más probable se sitúa en 2,8% para 2015, con un rango más probable entre 1,8% y 3,4%. Similar a lo que ocurrió en el informe trimestral anterior, la amplitud del presente rango continúa siendo elevada, ya que existe una alta incertidumbre de los contextos local e internacional. Se espera una recomposición del crecimiento entre actividades transables y no transables (una aceleración en las primeras frente a una disminución en el ritmo de expansión de las segundas). El piso y el techo del intervalo de pronóstico están relacionados con los escenarios bajo y alto del contexto internacional, presentados en el capítulo I.

Gráfico 41
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 42
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El balance de riesgos está sesgado a la baja debido a la elevada incertidumbre del contexto internacional que afecta el financiamiento y el crecimiento de los socios comerciales, y a la posibilidad de un mayor impacto de la caída de los términos de intercambio sobre el ingreso nacional que el contemplado en la senda central (Gráfico 41 y Cuadro 7). Adicionalmente, pese a los esfuerzos del Gobierno por estimular la economía, la ejecución del gasto público podría ser menor a la esperada en el escenario central. Por su parte, los principales riesgos alcistas están relacionados con una mayor recuperación de la producción transable y con un mayor dinamismo de la inversión de obras civiles.

Las estimaciones más recientes de la brecha del producto para el escenario central sugieren que esta variable habría sido positiva durante 2014 y que se haría negativa en 2015. Para este último año los modelos muestran un número un poco menor que el obtenido en el informe de marzo, según las nuevas proyecciones de crecimiento. Así, de acuerdo con el balance de riesgos en 2015, la probabilidad de que la brecha sea negativa es del 90%. Para 2016 esta probabilidad es del 71% (Gráfico 42).

Por su parte, los modelos del Banco de la República sugieren que en 2014 la tasa de desempleo habría estado muy cerca de su nivel consistente con una inflación estable (Nairu, por su sigla en inglés). Debido a la desaceleración económica anticipada, existe el

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

Rango	2015	2016
< 3,0	76,5	33,9
3,0-4,0	22,3	32,1
4,0-5,0	1,2	21,9
5,0-6,0	0,0	9,2
6,0-7,0	0,0	2,4
> 7,0	0,0	0,4
Entre 3 y 5	23,5	54,0
Entre 2 y 4	65,4	57,3

Fuente: cálculos del Banco de la República.

riesgo de que la TD deje de caer, por lo cual es posible que hacia 2015 este indicador se ubique por encima de la Nairu.

Por tanto, las presiones inflacionarias originadas en la demanda agregada y el mercado laboral habrían sido bajas durante 2014, y continuarían siéndolo durante 2015.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

La inflación anual al consumidor observada en junio superó las previsiones efectuadas en el anterior *Informe sobre Inflación*. En los últimos meses, algunos de los riesgos alcistas que se identificaron sobre las subcanastas de transables y no transables sin alimentos ni regulados se empezaron a materializar. Por esto y por otras razones que se exponen a continuación, el pronóstico central de inflación que se desprende de los modelos centrales del Banco de la República (MMT y Patacon) se incrementó a cuatro y ocho trimestres, frente a lo que se presentó en marzo.

Una de las principales fuentes de error de pronóstico fue el comportamiento de los precios de los bienes y servicios no transables (excluidos los alimentos y los regulados), cuyas alzas han tendido a superar las proyecciones de los modelos desde comienzos de año. Esta subestimación, paradójicamente, se presenta en un entorno de debilitamiento de la demanda agregada, algo que en principio induce una moderación en los ajustes de estos precios.

La inflación al consumidor de junio superó las previsiones del equipo técnico del Banco.

La situación denota la existencia de otros fenómenos que no estarían siendo capturados por completo por los modelos de largo plazo. En primer lugar, el hecho de que la fuerte depreciación del peso se estaría transmitiendo al IPC de no transables (sin alimentos ni regulados) en mayor magnitud que la anticipada, tanto de ma-

El aumento de los pronósticos de inflación se explica, en parte, por la utilización de una senda de tipo de cambio más depreciada.

nera indirecta (vía costos de insumos), como de manera directa. Por ejemplo, la mayor exposición del país al comercio exterior en los últimos diez años ha aumentado la sensibilidad de varios de estos precios no transables (muebles del hogar, seguros de vehículos, entre otros) a las variaciones del tipo de cambio, cuando en el pasado la transmisión era mínima o inexistente.

En segundo lugar, el aumento de la inflación al consumidor por encima del 3,0% para finales de 2014 y su tendencia ascendente este año, que ha superado el techo del rango meta, estaría traspasándose a los precios de varios ítems no transables vía mecanismos de indexación legales o informales que permanecen activos. Esto, que estaría sucediendo en mayor medida que lo que se tenía previsto en informes anteriores, explicaría las alzas crecientes en rubros como los arriendos y servicios de educación y salud. En arriendos, la indexación suele ser un proceso lento que ocurre en la medida en que se van renovando los contratos, mientras que en los servicios mencionados los ajustes suelen concentrarse a comienzos de año.

Adicionalmente, el IPC de no transables habría sido sometido a algunos choques alcistas transitorios de oferta que no podían ser anticipados y que se concentraron en el subgrupo de diversión, cultura y esparcimiento, como se explica en el Recuadro 2 (pp. 53-55). El impacto de estas alzas perduraría hasta el tercer trimestre de este año y debería desvanecerse entre el cuarto de 2015 y el primero de 2016.

Además de la revisión de la proyección del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, otro factor que incidió en el aumento del pronóstico de inflación a diversos horizontes fue la utilización de una senda para el tipo de cambio más depreciada en relación con el dólar estadounidense, frente a la que se consideró hace unos meses. Como se explica en el capítulo I de este informe, en esta decisión influyó un mayor deterioro de las condiciones externas del país, con un menor crecimiento de nuestros socios comerciales y un desbalance externo que se haría más marcado en los próximos meses que el previsto inicialmente.

Las consecuencias de esta modificación han sido el aumento del pronósticos de los precios de los bienes y servicios transables para lo que resta del año y para todo 2016. En el caso del IPC de transables sin alimentos ni regulados, esto significaría que su variación anual se situaría por encima del 5,0% para finales de año y que para el próximo se mantendría alrededor del techo del rango meta. Debe señalarse, no obstante, que la depreciación del peso contra las monedas de otros países desde los cuales se realizan importaciones ha sido menor que la registrada con respecto al dólar, lo que debería atenuar las presiones al alza sobre los precios internos.

Aunque se han presentado descensos en los precios internacionales de varios productos básicos, estos no compensarían los efectos alcistas de la depreciación del peso.

Se espera que la transmisión de la depreciación a los precios al consumidor siga ocurriendo tanto de manera directa (mediante los precios de los bienes importados o transables), como de manera indirecta (vía los costos de importación de materias primas, bienes de capital y costos de transporte). Aunque ha habido descensos en los precios internacionales de varios productos básicos, estos no serían suficientes para compensar plenamente los efectos alcistas de la depreciación.

Para el resto de 2015 y para 2016 no se esperan presiones alcistas de demanda.

ción del peso, por lo que se estima que hacia los próximos trimestres los costos de producción tenderán a aumentar en su componente importado.

Al igual que en el informe de marzo, en el actual se estima que los precios al consumidor en Colombia deberán enfrentar escasas presiones al alza originadas en la demanda, en lo que resta del año. Hacia 2016 estas presiones serían a la baja y contribuirían a encauzar la inflación dentro del rango meta. Aunque, como se señaló, la brecha del producto es en la actualidad negativa, los modelos indican que solo hacia finales del presente año y sobre todo en 2016 tendrá impactos sobre los precios, tanto de los no transables como de los transables, compensando las presiones alcistas originadas en la depreciación del peso y en la indexación.

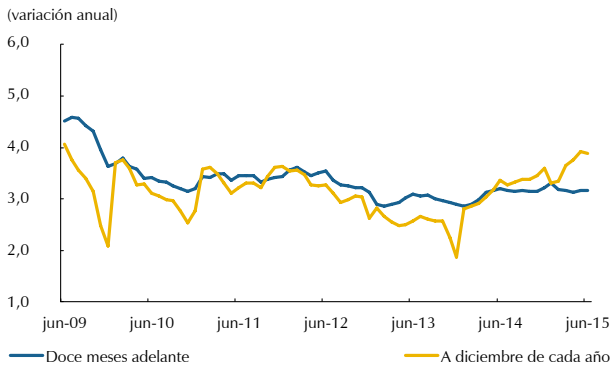
La senda central de pronóstico contempla ajustes crecientes en el IPC de regulados para lo que resta de 2015, debido al efecto que tendría la mayor depreciación del peso sobre los precios de la gasolina y el gas natural. Dados los supuestos contemplados para el precio internacional del petróleo que se presentaron en el capítulo I de este informe y el pronóstico de tipo de cambio, se revisó al alza la proyección del precio interno de los combustibles, esperándose algunas alzas en la segunda mitad del año, a diferencia de lo que se preveía hace un trimestre. Para 2016 se esperan ajustes adicionales en estos bienes, los cuales, además, se trasladarían a las tarifas de algunos servicios de transporte público, por lo que la variación anual de regulados permanecería sobre el 4,0% durante buena parte del año.

Los precios de los alimentos deben ayudar a reducir la inflación hacia finales del año, sobre todo en el primer semestre de 2016. La normalización de la oferta de arroz y de otros productos perecederos contribuirá a disminuir estos precios, en especial entre diciembre y marzo. La trayectoria proyectada para la variación anual del IPC de alimentos es similar a la prevista en el *Informe sobre Inflación* de marzo, aunque en un nivel algo más alto por el impacto que tendría la mayor depreciación en los precios de los alimentos de origen importado. Estos pronósticos no incluyen choques de oferta por condiciones climáticas extremas.

Los precios de los alimentos deben ayudar a reducir la inflación hacia finales de 2015 y en el primer semestre de 2016, siempre y cuando no se presenten eventos climáticos extremos.

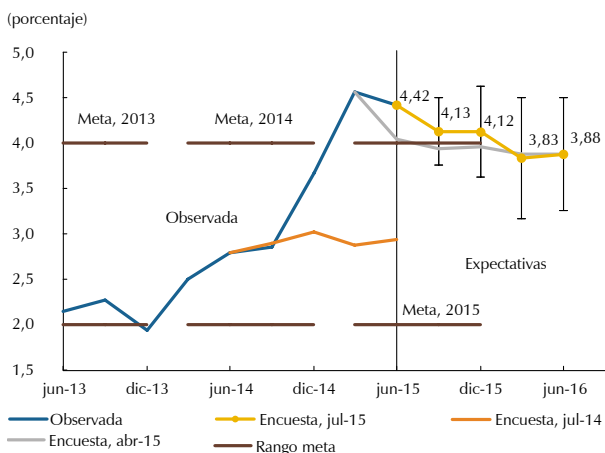
Para los próximos trimestres las expectativas de inflación a horizontes de uno o más años no se desviarían significativamente de la meta de largo plazo establecida por la Junta Directiva del Banco de la República. Esto facilitará la convergencia de la inflación al 3,0% a futuro, lo que moderaría los ajustes salariales y limitaría la indexación de precios a la inflación causada. Cabe señalar que en junio y mediados de julio, cuando se redactaba este documento, las expectativas continuaban ancladas a la meta. Aunque la encuesta mensual de analistas mostraba una inflación esperada a diciembre relativamente alta (3,9%), para un horizonte de un año se preveía una reducción significativa: hacia el 3,1%. La encuesta trimestral efectuada a empresarios, por su parte, muestra unas expectativas de inflación de 3,9% a doce meses, todavía dentro el rango meta, aunque algo más altas que las recogidas hace un trimestre. Por último, las expectativas derivadas de los TES (*break even inflation*) para mediados de julio se encontraban cerca del 3,0% para horizontes de dos, tres y cinco años (gráficos 43, 44, y 45).

Gráfico 43
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



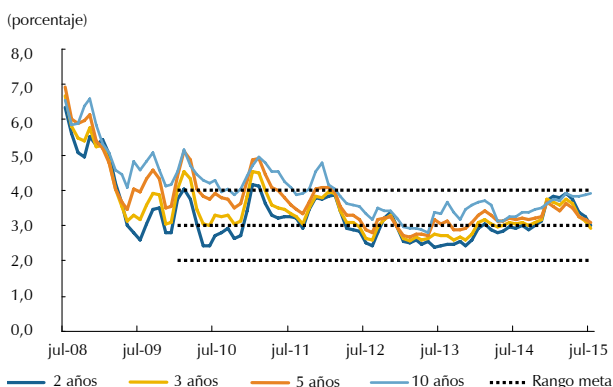
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 44
Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses) (inflación anual)



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

Gráfico 45
Expectativas de inflación derivadas de los TES (a dos, tres, cinco y diez años) (promedio mensual)^{a/}



a/ Metodología Nelson y Siegel.
Fuentes: Banco de la República.

Dado todo lo anterior, los modelos del Banco de la República proyectan una senda de inflación anual que durante el segundo semestre se mantendría en niveles similares a los alcanzados en junio. La depreciación del peso presionará al alza la inflación, pero esto será compensado por descensos en los precios de los alimentos, sobre todo hacia el cuarto trimestre.

Para 2016 la inflación deberá comenzar a converger al 3,0%, ubicándose de nuevo dentro del rango meta. Menores precios de alimentos, gracias a la normalización de la oferta agropecuaria, junto con presiones a la baja en las canastas de transables y no transables, propiciadas por una brecha del producto que continuaría en terreno negativo, permitirán que se consolide esta tendencia. Aun así, la convergencia será más lenta que la prevista en el informe anterior, debido a las presiones alcistas que continuarán observándose causadas por la depreciación acumulada del peso.

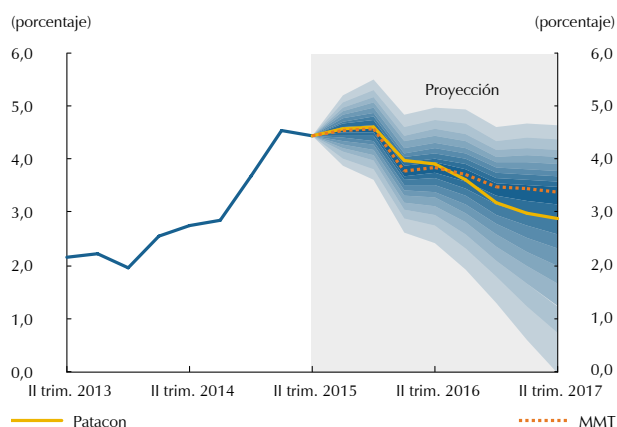
2. Balance de riesgos

El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 46 y 47. En esta ocasión se mantuvo la amplitud del balance anterior, debido a que se contempla una fuerte incertidumbre relacionada con el desempeño económico de los socios comerciales, la dinámica de la demanda interna y los precios de los alimentos, entre otros. Como se mencionó, parte de los riesgos alcistas identificados en el informe anterior se han materializado en los últimos meses. Adicionalmente, la senda central de pronóstico de inflación aumentó, todo lo cual justifica un cambio en el sesgo para el resto de 2015, que apunta ligeramente al alza, mientras el del año 2016 se mantiene a la baja.

Los principales riesgos a la baja son:

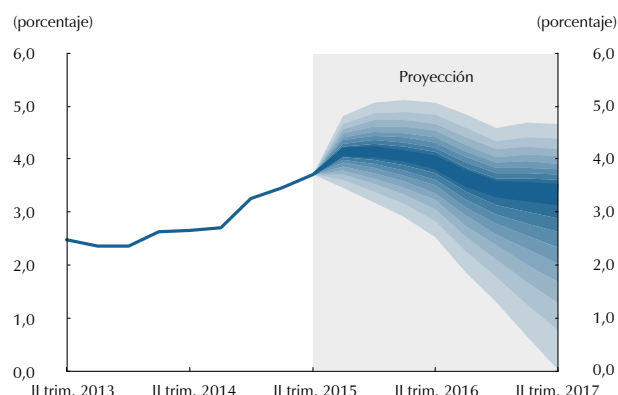
Una demanda externa menor a la prevista en la senda central de pronóstico: en este informe se observa un riesgo bajista importante relacionado con un desempeño económico global menos dinámico. En consecuencia, si bien el escenario central ya tiene en cuenta una reducción considerable en los supuestos

Gráfico 46
Fan chart de la inflación total



MMT: Modelo de Mecanismos de Transmisión.
Patacon: Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs (modelo de equilibrio general dinámico estocástico).
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 47
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

de crecimiento económico de los socios comerciales para 2015 y 2016, aún se perciben factores de riesgo que podrían llevar a una dinámica aún más lenta en las economías de los socios comerciales.

En primer lugar, el impacto de las caídas de los precios de los bienes básicos en los términos de intercambio de los países de la región puede ser mayor que el esperado, en particular si se acentúa la tendencia decreciente de sus precios. Sobre el resto de economías también se ciernen riesgos bajistas importantes. En el caso de China, por ejemplo, los altos niveles de endeudamiento ponen talanqueras a su estabilidad financiera y esto se suma al débil desempeño de su balanza comercial, lo que podría generar una desaceleración económica más marcada que lo previsto.

De igual forma, la actividad económica en los Estados Unidos mostró una dinámica menos favorable que lo esperado durante lo corrido del año. Además, si bien sus principales indicadores muestran cierta recuperación, impulsada, en gran parte, por el consumo privado, no se puede descartar que un mayor deterioro de China y otras economías emergentes golpeen su desempeño económico y reduzcan sus perspectivas de crecimiento en los próximos trimestres. A todo esto se suma el hecho de que la zona del euro continúa mostrando un riesgo a la baja, relacionado con la incertidumbre generada por los problemas de deuda de Grecia, que todavía podrían tener un efecto importante sobre la confianza de los agentes económicos.

La materialización de algunos o varios de estos riesgos para Colombia podría traducirse en una demanda externa más débil y en una menor confianza de inversionistas y consumidores, afectando así el dinamismo de su demanda interna y ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación al consumidor, sobre todo hacia 2016.

Un menor crecimiento interno que el contemplado en el escenario central por factores internos: aunque la senda central de pronóstico de crecimiento para 2015 supone un menor dinamismo en el consumo público y privado que el del

Las demandas externa e interna pueden tener un comportamiento más débil que el previsto en los próximos trimestres, lo que genera riesgos a la baja sobre la inflación.

año anterior, estos agregados continuarían apoyando de forma considerable el crecimiento de la economía. Sin embargo, sobre este pronóstico se cierne un riesgo bajista importante. En primer lugar, un menor precio del petróleo afecta fuertemente a los ingresos públicos, los cuales se verán disminuidos de forma sustancial y podrían implicar recortes en los recursos para varios proyectos del Gobierno. Si a esto se suma que puede existir el riesgo de una menor financiación externa, entonces podría haber dificultades para obtener los recursos esperados. Adicionalmente, la inversión privada también podría reducirse más de lo contemplado a causa de la menor perspectiva de dinamismo interno y un eventual choque a los indicadores de confianza. Una menor demanda interna implicaría menores presiones sobre la inflación que podría presentar, en este escenario, una convergencia más rápida que la contemplada en la senda central de pronóstico.

Por su parte, según el presente informe, algunos riesgos al alza son:

Incremento de la inflación de transables por la mayor depreciación del tipo de cambio: los riesgos asociados con una mayor depreciación que la esperada, como lo son una menor cotización del precio del petróleo y el incremento de las tasas de interés por parte de la Fed, pueden implicar una mayor inflación de la canasta de transables, tanto por un incremento del grado de traspaso, como por el mayor nivel de depreciación en sí mismo. Además, aunque estos factores se consideran fenómenos transitorios, pueden tener efectos permanentes vía expectativas e indexación. Adicionalmente, el efecto de la depreciación sobre la inflación de no transables resultó sorpresivo y, dado el riesgo de una mayor depreciación, podría observarse un mayor traspaso a esta canasta.

Mayores precios de los alimentos con respecto a lo contemplado: la senda central de pronóstico para la inflación no contempla la presencia de un fenómeno de El Niño fuerte. Sin embargo, recientemente este riesgo se ha incrementado de forma considerable. De verificarse, esto tendería a generar alzas en los precios de los alimentos perecederos, sobre todo a finales de 2015 y comienzos de 2016, como ha sido la situación en eventos similares registrados en el pasado. Además, podría tener impactos sobre las tarifas de energía, los cuales no están contemplados en el pronóstico central.

Desanclaje de las expectativas de inflación: en el último trimestre la inflación aumentó de forma importante y se ubicó por encima del techo del rango meta de largo plazo. Además, como se mencionó, es probable que continúe en dichos niveles durante el resto del año. Si bien las alzas obedecen a choques transitorios, existe el riesgo de que los agentes perciban estos aumentos como duraderos y que sobre-reaccionen, modificando sus expectativas al alza de forma considerable. Esto generaría presiones alcistas permanentes en los precios, que no han sido contempladas en la senda central de pronóstico de este informe.

Los riesgos al alza sobre la inflación provienen de la posible presencia de un fenómeno de El Niño fuerte y de un desanclaje de las expectativas.

Con todo esto, luego de ponderar los distintos riesgos en los *fan chart*, se estima que la probabilidad de que en 2015 la inflación se ubique por encima del 4% es

del 83%, mientras que en 2016 la inflación total se ubicaría en un rango entre 2% y 4%, con una probabilidad del 68% (Cuadro 8). Es importante tener en cuenta que la senda central de pronóstico presentada en este informe supone una política monetaria activa, con tasas de interés que se ajustan para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación en el largo plazo.

Cuadro 8
Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación total (porcentaje)

Rango	2015	2016
< 2,0	0,0	17,5
2,0-2,5	0,0	13,0
2,5-3,0	0,3	17,1
3,0-3,5	3,0	19,6
3,5-4,0	13,2	18,0
> 4,0	83,5	14,8
Entre 2 y 4	16,5	67,7

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Recuadro 3

PRINCIPALES ASPECTOS DEL MARCO FISCAL DE MEDIANO PLAZO 2015

Yurany Hernández Turca,
Víctor Manuel Méndez,
Jorge Enrique Ramos*

1. Introducción

El sector público consolidado (SPC) cerró el año 2014 con un déficit de 1,8 % del PIB, frente a una meta de 1,6% del PIB establecida en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP)* del año anterior. Mientras el gobierno nacional central (GNC) contabilizó un déficit equivalente a 2,4% del PIB, el sector descentralizado (SD) obtuvo un superávit de 0,7% del PIB (Cuadro R3.1).

La caída de los precios internacionales del petróleo, la pérdida de dinamismo económico externo e interno y los ajustes

normativos sobre los impuestos transitorios, son los hechos que enmarcaron el cierre del año anterior y las proyecciones fiscales del gobierno nacional. A pesar de que el país no es un actor principal en el mercado internacional del crudo, la situación fiscal es sensible a los ajustes del precio y de la cantidad producida, principalmente mediante el recaudo de impuestos, el pago de regalías y el giro de dividendos por parte de Ecopetrol.

Con este panorama, y con el objeto de compensar la caída de los precios del crudo sobre las finanzas públicas, estimular el crecimiento y generar ingresos futuros, el Gobierno y el Congreso adoptaron una serie de medidas a finales de 2014. En primer lugar, se aprobó una reforma tributaria (Ley 1739 de 2014) dirigida a la financiación del presupuesto de 2015 con una meta de recaudo de COP 12,5 billones (b). Esta reforma amplió la vigencia del gravamen a los movimientos financieros (GMF), incrementó en un punto la tarifa del impuesto sobre la renta para la equidad (CREE), creó una sobretasa sobre dicho impuesto y reemplazó el impuesto al patrimonio con un tributo sobre la riqueza, cuya vigencia se extendió hasta 2018. En segundo lugar, el Gobierno anunció

* Los autores son, en su orden, profesionales y jefe de la Sección Sector Público del Departamento Técnico de Información. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Cuadro R3.1
Balance fiscal del sector público consolidado

Concepto	Miles de millones de COP			Porcentaje del PIB		
	2014	2015 ^{a/}	2016 ^{a/}	2014	2015 ^{a/}	2016 ^{a/}
1. Sector público no financiero	(13.264)	(18.914)	(21.119)	(1,8)	(2,3)	(2,4)
Gobierno nacional central	(18.356)	(23.881)	(30.995)	(2,4)	(3,0)	(3,6)
Sector descentralizado	5.092	4.968	9.877	0,7	0,6	1,1
Seguridad social	4.002	3.694	5.796	0,5	0,5	0,7
Empresas del nivel nacional	(2.680)	(187)	(277)	(0,4)	(0,0)	(0,0)
Empresas del nivel local	606	266	414	0,1	0,0	0,0
Regionales y locales	3.164	1.195	3.943	0,4	0,1	0,5
2. Balance cuasifiscal del Banco de la República	(1.129)	(1.057)	(74)	(0,1)	(0,1)	(0,0)
3. Balance de Fogafín	625	898	723	0,1	0,1	0,1
4. Costos de la reestructuración financiera	39	24	24	0,0	0,0	0,0
5. Discrepancia estadística	83	-	-	0,0	0,0	0,0
Sector público consolidado	(13.724)	(19.096)	(20.493)	(1,8)	(2,4)	(2,4)

a/ Cifras proyectadas.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (DGPM).

el aplazamiento de COP5,9 b en el presupuesto de gasto de 2015, con un ajuste de COP1,7 b en funcionamiento, COP0,2 b en servicio de deuda y de COP4 b en inversión¹. Por último, y con el propósito de estimular el crecimiento económico y la generación de empleo, el Gobierno puso en marcha la segunda versión del Plan de Impulso a la Prosperidad y el Empleo (PIPE 2.0), que busca, entre otros objetivos, fortalecer la inversión en infraestructura de transporte y educación, ampliar los subsidios sobre la tasa de interés de los créditos para vivienda, impulsar el sector turismo y estimular el sector exportador con políticas de cero aranceles para materias primas y bienes de capital.

2. El escenario fiscal de 2015 y 2016

Según las estimaciones del Gobierno, en el período 2015-2016 las finanzas públicas registrarán un deterioro, principalmente como consecuencia de la pérdida de ingresos derivados de la actividad petrolera. El mayor impacto se observará en 2016, toda vez que una parte del impuesto de renta y los dividendos de Ecopetrol tendrán como base las operaciones del presente año, sensiblemente afectadas por el bajo nivel de los precios externos del crudo². Las estimaciones del Gobierno se realizaron con una tasa de crecimiento esperado del PIB de 3,6% en 2015 y 3,8% en 2016. Así mismo, el Gobierno supuso un precio de largo plazo del crudo colombiano de USD74 dólares por barril en el primer año y de USD70 dólares en el segundo, con una producción de crudo de un millón de barriles diarios.

a. El año 2015

De acuerdo con el MFMP, el déficit del SPC ascenderá a 2,4% del PIB en 2015, con un desbalance de 3% del PIB en las operaciones del GNC frente a un superávit de 0,6% del PIB en las finanzas del SD. Las proyecciones fiscales de este último sector están caracterizadas por una reducción del déficit de las empresas nacionales y por un menor superávit de los territorios, debido a la mayor ejecución de gasto que se espera en el último año de las administraciones de alcaldes y gobernadores (Cuadro R3.1).

Las finanzas del GNC contabilizarán un mayor déficit debido a la reducción de los ingresos provenientes del petróleo. No obstante, es necesario destacar que los impuestos aumenta-

rán ligeramente su participación en el producto debido a la reforma tributaria aprobada a finales del año anterior, que como se mencionó, mantuvo el gravamen a los movimientos financieros y creó un tributo sobre la riqueza para sustituir el impuesto al patrimonio. En materia de gasto, el año 2015 contabilizará un aumento en el pago de intereses de la deuda que se compensa con una reducción de los giros por funcionamiento e inversión (Cuadro R3.2).

La financiación del déficit del GNC provendrá de recursos del crédito por COP43,1 b, de los cuales COP30,6 b se originarán en colocaciones de TES y COP12,6 b en desembolsos externos. El Gobierno también utilizará los recursos de la Tesorería, que provienen del manejo del Sistema de la Cuenta Única Nacional y que se estiman en COP2,6 b.

b. El año 2016

Para el año 2016 el MFMP estima un déficit equivalente a 2,4% del PIB para el SPC, con un desbalance de 3,6% del PIB en las finanzas del GNC y un superávit de 1,1% del PIB en el SD (Cuadro R3.1). Al interior del SD, se espera un fortalecimiento de las finanzas territoriales y una mejor situación fiscal de la seguridad social, principalmente por menores pagos del Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (Fonpet).

Las finanzas del GNC experimentarán un mayor desajuste, especialmente por la reducción de los dividendos de Ecopetrol, que se verán sensiblemente afectados por el bajo nivel de los precios internacionales del crudo. Las rentas de origen tributario, de acuerdo con las estimaciones oficiales, no presentarán mayores modificaciones durante el año, gracias al desarrollo del programa anti-evasión que ejecuta en la actualidad la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN). Los ingresos totales del GNC disminuirán su participación en el producto, al pasar de 16,3% en 2015 a 15,6% en 2016. Los gastos contabilizarán un porcentaje equivalente a 19,1% del PIB, nivel similar al observado durante los últimos años (Cuadro R3.2).

La financiación del déficit del GNC en 2016 provendrá en gran parte, de los recursos del crédito, con desembolsos externos por COP15 b y emisión de deuda interna por COP31,1 b. La disponibilidad de recursos de la Tesorería ascenderá a COP4,2 b.

3. La situación fiscal en el mediano plazo

De acuerdo con las estimaciones del MFMP, las finanzas del SPC mejorarán gradualmente en los próximos años, hasta alcanzar una situación superavitaria en el año 2020. Esta tendencia tiene como base la evolución de las operaciones del GNC, cuyo déficit aumentará en 2015 y 2016 y luego

1 Una medida similar se anunció con el proyecto de presupuesto para 2016, que considera un recorte de COP5 b en inversión y la congelación de gastos generales y de personal de la rama ejecutiva, con excepción de los sectores de defensa y de justicia.

2 Con las estimaciones actuales, el traslado de dividendos de Ecopetrol al Gobierno descenderá de COP10,8 b en 2014 a COP4,1 b en 2015 y a COP2,4 b en 2016.

Cuadro R3.2
Balance fiscal del gobierno nacional central (GNC)

Concepto	Miles de millones de COP			Porcentaje del PIB		
	2014	2015 ^{a/}	2016 ^{a/}	2014	2015 ^{a/}	2016 ^{a/}
Ingresos totales	125.904	131.316	134.171	16,7	16,3	15,6
Tributarios	108.343	116.846	126.229	14,3	14,5	14,6
No tributarios	616	481	514	0,1	0,1	0,1
Fondos especiales	1.569	2.223	2.377	0,2	0,3	0,3
Recursos de capital	15.377	11.765	5.050	2,0	1,5	0,6
Gastos totales	144.260	155.197	165.166	19,1	19,2	19,1
Intereses	16.979	20.885	24.455	2,2	2,6	2,8
Funcionamiento e inversión ^{b/}	127.292	134.297	140.695	16,9	16,6	16,3
Préstamo neto	(11)	16	16	0,0	0,0	0,0
Balance total	(18.356)	(23.881)	(30.995)	(2,4)	(3,0)	(3,6)
Balance estructural	(17.406)	(18.106)	(18.504)	(2,3)	(2,2)	(2,1)

a/ Cifras proyectadas.

b/ Los gastos de funcionamiento e inversión incluyen pagos y deuda flotante.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MFMP, 2015).

descenderá hasta situarse en un nivel cercano al 1% del PIB a partir de 2021 (Gráfico R3.1). Las estimaciones oficiales se elaboraron teniendo en cuenta el cumplimiento estricto de la Ley de la Regla Fiscal, que estableció metas cuantitativas de déficit estructural para el GNC con porcentajes de 2,3% del PIB en 2014, 1,9% del PIB en 2018 y 1% del PIB desde el año 2022 (Cuadro R3.3).

La proyección del GNC considera el ciclo de la actividad económica y el de la minería, cuyo cálculo requirió la información sobre PIB potencial y precio de largo plazo del petróleo, suministrada por los comités técnicos independientes creados por ley. Específicamente, se asume una tasa de crecimiento del PIB que aumenta de manera gradual de 4,2% en 2017 hasta 5% en 2020 y luego desciende a 4,3% en 2024, cuando converge con el crecimiento del PIB potencial. Sobre la actividad petrolera, se supone que el precio por barril de crudo de largo plazo cae de USD 65 en 2017 a USD 58 en 2019 y luego asciende a USD 64 entre 2023 y 2026. El nivel de producción de crudo se mantiene en un millón de barriles diarios hasta 2022 y luego desciende hasta 940.000 barriles en 2026. De acuerdo con los supuestos anteriores, el componente cíclico del déficit se cerrará en 2020 y el déficit proyectado en los próximos cinco años será superior al estructural, lo que habilitará al Gobierno para ampliar su endeudamiento³.

En el mediano plazo, las finanzas del GNC contabilizarán un ajuste de los ingresos totales, que descenderán de 16,7% del PIB en 2014 a 15,7% del PIB en 2026 por la reducción de las rentas de capital ligadas a la actividad petrolera. Cabe advertir que las proyecciones del MFMP consideran la adopción de una reforma impositiva que sustituye las rentas transitorias derivadas del GMF y el impuesto a la riqueza, cuya vigencia expira en 2022 y 2018 respectivamente. Por el lado de los egresos, el MFMP prevé una reducción gradual de los pagos totales, que caerán de 19% del PIB en 2014 a 16,7% del PIB en 2029, con un ajuste superior a 2 pp del producto a lo largo del período analizado. Los mayores recortes se asignan a la partida de funcionamiento dentro de la cual se contabilizan los gastos de personal que, de acuerdo con el MFMP, solo deben crecer con la inflación. Las estimaciones del gasto no consideran nuevas modificaciones normativas sobre el Sistema General de Participaciones (SGP), y los gastos de inversión se mantienen estables a lo largo del período con un nivel de 1,8% del PIB.

Con las estimaciones presentadas en el MFMP 2015, el saldo de la deuda bruta del GNC ascenderá inicialmente a 39,9% del PIB en 2016, y luego descenderá gradualmente hasta ubicarse en 29,8% del PIB en 2026. Esta tendencia refleja el comportamiento descendente del déficit fiscal, el cual, con el cumplimiento estricto de la regla, debe llegar a un nivel cercano a 1% del PIB a partir del año 2022 (Gráfico R3.2).

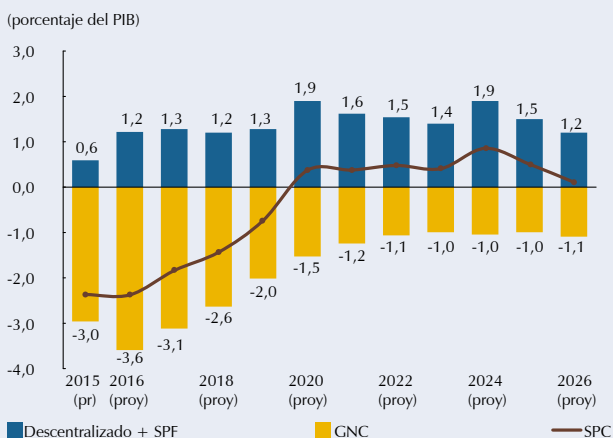
3 Que establece un balance estructural del GNC decreciente y menor o igual a -2,3% del PIB en 2014, -1,9% en 2018 y -1,0 en 2022.

Cuadro R3.3
Balance fiscal del gobierno nacional central (GNC)

Concepto	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingreso total	15,7	15,8	15,8	16,2	16,4	16,3	16,1	16,0	15,8	15,7
Tributarios	14,8	14,9	14,8	15,4	15,5	15,4	15,2	15,1	14,9	14,8
No tributarios	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fondos especiales	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Recursos de capital	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Gasto total	18,8	18,4	17,8	17,8	17,6	17,3	17,2	17,0	16,9	16,7
Intereses	2,7	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5	2,4	2,4	2,2	2,1
Funcionamiento	14,3	13,8	13,3	13,3	13,3	13,0	13,0	12,8	12,9	12,8
Inversión	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Balance total	(3,1)	(2,7)	(2,0)	(1,5)	(1,2)	(1,1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Balance primario	(0,4)	0,1	0,7	1,2	1,3	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1
Balance estructural	(2,0)	(1,9)	(1,6)	(1,4)	(1,2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)

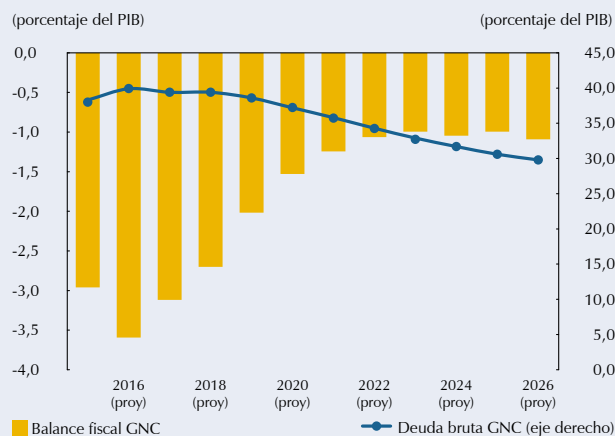
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MFMP, 2015).

Gráfico R3.1
Balance fiscal del sector público consolidado



(pr): preliminar.
(proy): proyectado.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (DGPM).

Gráfico R3.2
Balance fiscal del sector público consolidado



(proy): proyectado.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (DGPM).

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

El país enfrenta varios choques externos con distintos impactos en la economía nacional. A la reducción de los términos de intercambio por la caída de los precios del crudo y otros bienes mineros exportados por el país, se le suman la desaceleración económica los socios comerciales y la subida esperada de las tasas de interés por parte de la Fed en los Estados Unidos.

La economía colombiana se está ajustando a las nuevas condiciones externas y al menor ingreso nacional. La flexibilidad cambiaria contribuye a este proceso de ajuste y amortigua en parte los choques externos.

El país cuenta con un marco de política económica que permite afrontar satisfactoriamente los choques externos mencionados.

El país enfrenta varios choques externos con distintos impactos sobre la economía nacional. En efecto, a la reducción de los términos de intercambio por la caída de los precios del crudo y otros bienes mineros exportados por el país, se le suman la desaceleración económica de la mayoría de socios comerciales y la subida esperada de las tasas de interés por parte de la Fed en los Estados Unidos. Como se ha expuesto a lo largo del informe, estos choques han tenido y pueden seguir teniendo implicaciones, principalmente, sobre el sector externo, la demanda interna, el sector público y la inflación.

A la fecha, las consecuencias de estos choques negativos ya se han reflejado en una caída en dólares de las exportaciones de bienes mineros y en una débil demanda externa de los productos industriales que se producen en el país. Las medidas de riesgo han aumentado, el peso se ha depreciado y el valor de las importaciones en dólares ha caído. En el contexto interno, la confianza se ha deteriorado, la demanda interna se ha desacelerado, los precios de los bienes transables han aumentado y el Gobierno anunció una reducción de su gasto.

Ante estas nuevas condiciones externas la economía colombiana se está ajustando y es factible que este año y el siguiente sea un período de corrección de algunos posibles desbalances macroeconómicos que se venían acumulando en el pasado. Es indispensable un ajuste ordenado y oportuno para evitar la formación o profundización de estos desequilibrios. En particular, cabe esperar que la desaceleración

Los choques externos han tenido y pueden seguir teniendo implicaciones, principalmente sobre el sector externo, la demanda interna, el sector público y la inflación.

de la demanda interna sea coherente con la pérdida en la dinámica del ingreso nacional y contribuya a reducir el déficit de la cuenta corriente del país. El deterioro en el ingreso y la depreciación real también pueden ser compatibles con una menor demanda de inversión no transable que genere menores presiones sobre los precios de la vivienda y sobre el mercado del crédito. El sector público enfrenta el reto de implementar medidas que le permitan contrarrestar la reducción de las rentas petroleras y, al mismo tiempo, garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Como se ha mencionado en informes anteriores, el país cuenta con un marco de política económica que permite amortiguar los choques externos mencionados. En particular, se destaca la flexibilidad cambiaria, que impulsa la reasignación de recursos hacia el sector transable y aporta a la moderación del déficit corriente. A su vez, se cuenta con una estrategia de inflación objetivo que propende por la estabilidad de precios y por un crecimiento del producto y el empleo sostenibles en el largo plazo. A esto se le suma el incremento en el saldo de las reservas internacionales y la línea de crédito flexible con el FMI, que en conjunto permiten enfrentar restricciones de liquidez internacional. Por último, se resalta la implementación de la regla fiscal que garantiza la sostenibilidad del sector público y el marco regulatorio que busca la estabilidad financiera.

Se debe seguir monitoreando la economía con el fin de detectar riesgos y desbalances macroeconómicos adicionales.

Por todo lo anterior, en esta sección se continúa monitoreando el comportamiento reciente de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el endeudamiento y los precios de la vivienda, variables que la literatura ha identificado como claves para detectar posibles desbalances macroeconómicos. Asimismo, se presenta un indicador de desbalance agregado (el índice de desbalance macroeconómico: IDM¹³), el cual combina los desequilibrios estimados para las variables mencionadas en un solo indicador.

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

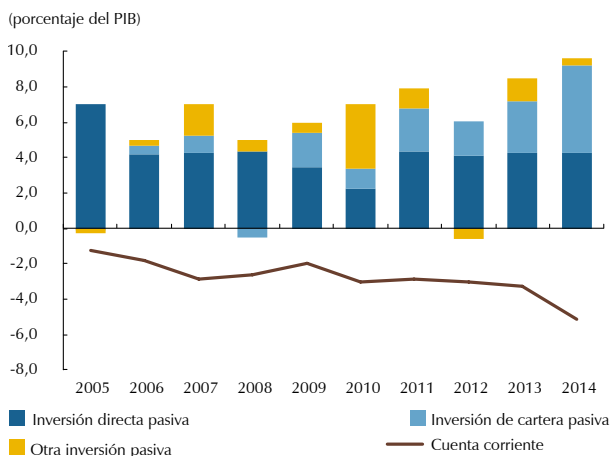
En 2014 el país contó con amplio financiamiento externo (Gráfico 48) que impulsó las importaciones de bienes y servicios, lo que para los dos primeros trimestres del año implicó un déficit corriente cercano al 4,5% del PIB (Gráfico 49)¹⁴. En la medida en que se redujo el superávit corriente del sector minero-petrolero (Gráfico 50) debido a la caída en el precio de sus bienes exportados, también se incrementó el déficit corriente del resto de la economía debido al elevado gasto en importaciones. De esta forma, el saldo negativo de la cuenta corriente total se amplió y alcanzó un 5,2% del PIB para todo 2014, y un 7% del PIB en el primer trimestre de 2015 (Gráfico 49).

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

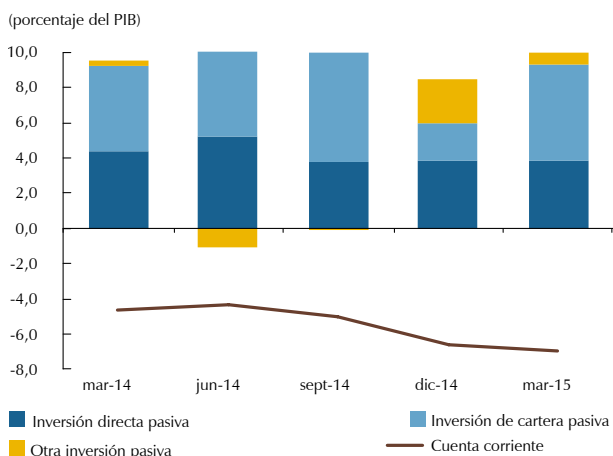
14 Esto a pesar de la alta cotización del crudo registrada hasta ese momento.

Gráfico 48
Cuenta corriente e ingresos de capital extranjero (pasivos)

A. Anual



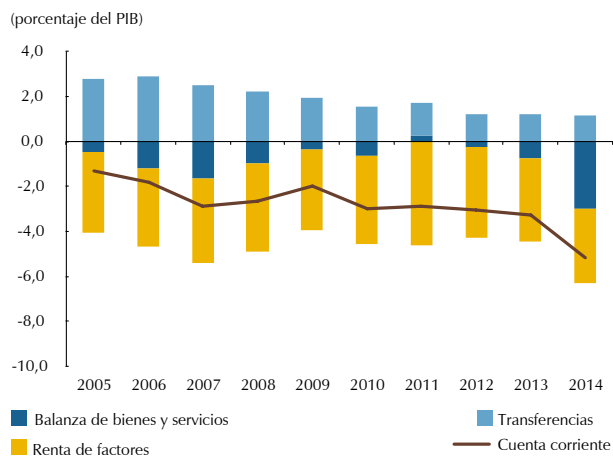
B. Trimestral



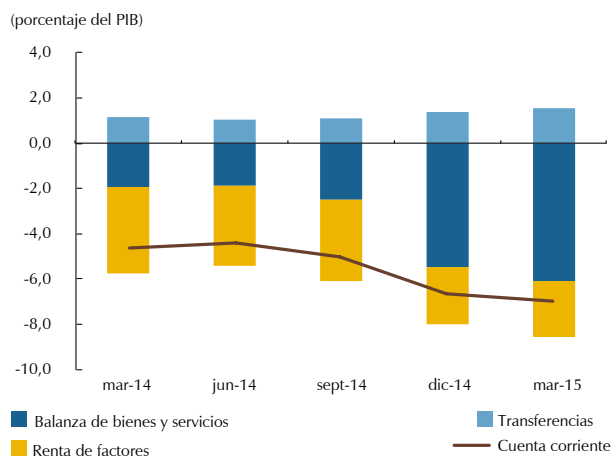
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 49
Cuenta corriente y sus componentes

A. Anual



B. Trimestral

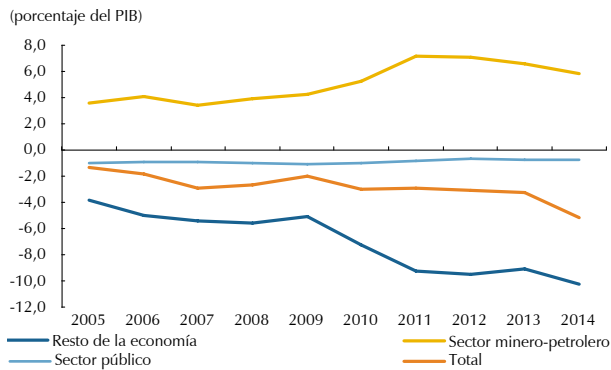


Fuente: Banco de la República.

Lo registrado en 2014 fue resultado de una mayor tasa de inversión y gasto público (Gráfico 51) que implicaron un crecimiento de la demanda interna superior al aumento del ingreso nacional. Para todo 2015, la información disponible permite prever una reducción del déficit corriente en dólares y un ajuste paulatino que continuaría en 2016.

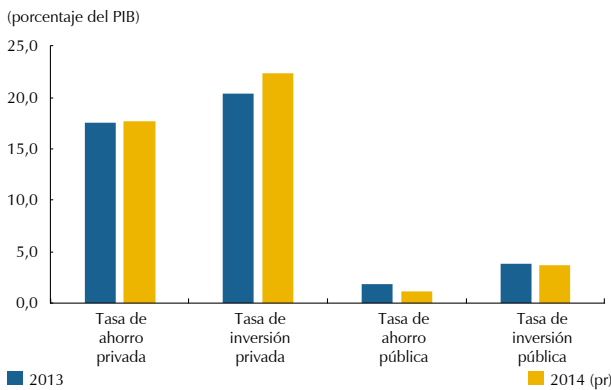
Como se mencionó en el *informe* pasado, el ajuste del déficit corriente dependerá, en parte, de la dinámica del financiamiento externo, del comportamiento de la demanda interna y de la generación de ingresos que sustituyan las menores exportaciones de materias primas. A su vez, se plantearon algunos escenarios de riesgo. Uno de ellos considera la posibilidad de que se presente un fuerte deterioro del financiamiento externo que genere un ajuste abrupto del déficit corriente. Un escenario así podría darse si se presentan fuertes caídas adicionales en el precio del petróleo, aumentos significativos en la prima de riesgo o incrementos inesperados

Gráfico 50
Cuenta corriente sectorial



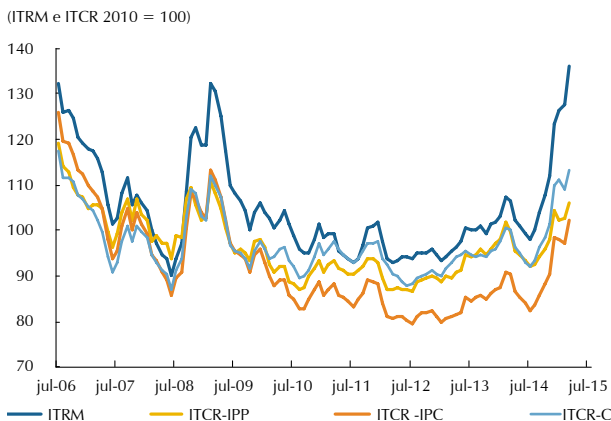
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 51
Tasas de ahorro e inversión pública y privada



(pr): preliminar.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 52
Tasa representativa del mercado y tasa de cambio real



ITRM: índice de la tasa representativa del mercado; ITCR: índice de la tasa de cambio real; IPP: índice de precios al productor; IPC: índice de precios al consumidor; C: competitividad.

Nota: el ITCR-IPP y el ITCR-IPC comparan el poder adquisitivo del peso colombiano frente al de nuestros veinte principales socios comerciales, utilizando como deflactor el IPP y el IPC, respectivamente. En el ITCR-C, de competitividad, hacen una comparación frente a nuestros principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

y considerables de las tasas de interés internacionales. Lo anterior profundizaría la desaceleración de la economía nacional.

Otro posible escenario de riesgo consiste en que, a pesar del deterioro del ingreso nacional, el déficit corriente continúe elevado, situación que profundizaría los desbalances macroeconómicos. Un escenario como este podría ser impulsado por varios factores como un aplazamiento del aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos, por una política monetaria expansiva en otras economías desarrolladas, o porque el sector privado o público del país consideran que la caída en el ingreso es transitoria y mantienen ritmos elevados de gasto. Este riesgo podría incrementarse en la medida en que la estructura de financiamiento del déficit corriente se base, principalmente, en inversiones de portafolio o deuda externa.

Con respecto a la tasa de cambio, en lo corrido del año hasta julio se ha observado una depreciación anual nominal y real del 29% y 14%¹⁵, respectivamente (Gráfico 52). Esta dinámica obedeció al comportamiento de la cotización internacional del petróleo y otros bienes mineros, la percepción de riesgo país y las perspectivas de la economía nacional. Aunque el fortalecimiento del dólar ha sido un fenómeno global, el peso colombiano es una de las monedas más depreciadas en la región.

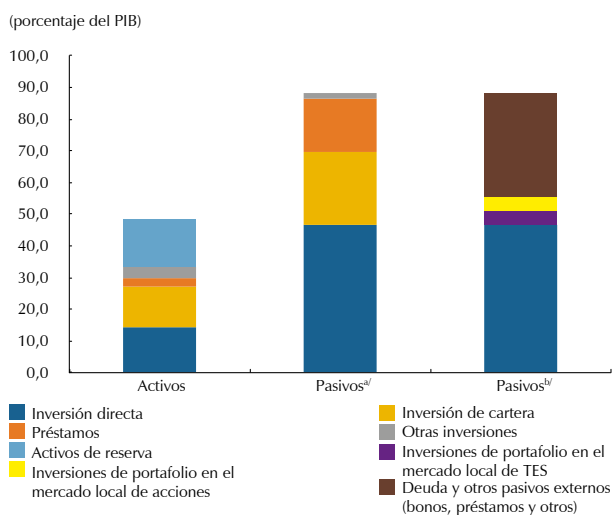
El mayor déficit corriente, sumado a la depreciación de la moneda que reduce el PIB nominal calculado en dólares, llevaron la posición de inversión internacional neta¹⁶ del país (PIIN) del -27% del PIB al cierre de 2013 a -39,5%¹⁷ en marzo de 2015, cifra equivalente a USD -121.191 m. La evolución y estructura de la PIIN muestran que el déficit corriente se ha financiado con la adquisición de pasivos externos y que a su vez,

15 Promedio de la depreciación del ITCR-IPP, ITCR-IPC e ITCR-C.

16 Se calcula como la diferencia entre el saldo de los activos (incluye reservas internacionales) y pasivos externos.

17 Las cifras con respecto al PIB se calculan con las proyecciones del PIB en dólares para todo 2015.

Gráfico 53
Composición del saldo de pasivos y activos de la posición de inversión internacional en el primer trimestre de 2015



a/ Desagregación en inversión directa, inversión de cartera, préstamos y otras inversiones.
b/ Desagregación en inversión directa, inversiones de portafolio en el mercado local de acciones, inversiones de portafolio en el mercado local de TES y deuda y otros pasivos externos.

Fuente: Banco de la República.

se ha registrado un incremento de los activos de los residentes en el exterior.

La composición de los pasivos (USD 269.903 m) registrados en la PIIN (Gráfico 53), muestra que la mayor parte de estos se enfocan en IED (53%) seguido de inversiones de cartera (26%), préstamos (19%) y otras inversiones (2%). Esta distribución concentrada en IED tiene varias ventajas frente a choques externos como los observados en la actualidad. En primer lugar, debido a su menor liquidez y objetivos de desarrollo de proyectos en el mediano plazo, la IED es menos volátil que otras inversiones. Adicionalmente, como el inversionista asume el riesgo cambiario y financiero del negocio, durante un ciclo de desaceleración de la economía, de depreciación del tipo de cambio y caída de los precios de las materias primas, se reduce la rentabilidad e incluso la valoración de estas inversiones en dólares. En un escenario como el anterior, los menores egresos por utilidades

de las empresas extranjeras y la desvalorización de las inversiones, contribuyen al ajuste del déficit corriente y de la PIIN del país.

Por su parte, las inversiones de cartera y los préstamos son más volátiles y dependientes de las condiciones externas (Banco Mundial, 2013)¹⁸. Este subconjunto también se puede desagregar en deuda externa e inversiones de portafolio en el mercado local de deuda pública y acciones. Estos últimos representan el 39% de la inversión de cartera y equivalen al 8,9% del PIB (10,1% del total de los pasivos), y también son susceptibles de desvalorizaciones relacionadas con depreciación del tipo de cambio.

Si se comparan los saldos de los activos y pasivos externos omitiendo la inversión directa en ambos casos, se obtiene que la PIIN se reduce de -USD 121.191 m a -USD 21.405 m, cifra equivalente a -6,9% del PIB.

Entretanto, la deuda externa equivale a cerca del 32% del PIB¹⁹. Según el *Boletín mensual de deuda externa*, el 60% es pública y el restante 40% es privada y se distribuye en 13% a corto plazo y 87% a largo plazo. De esta última, cerca del 7% corresponde a arrendamiento financiero, un tipo de pasivo que tiene como colateral el bien asociado a dicho instrumento financiero. Se estima que para 2015 las amortizaciones por deuda externa ascenderán a cerca de USD 23.130 m.

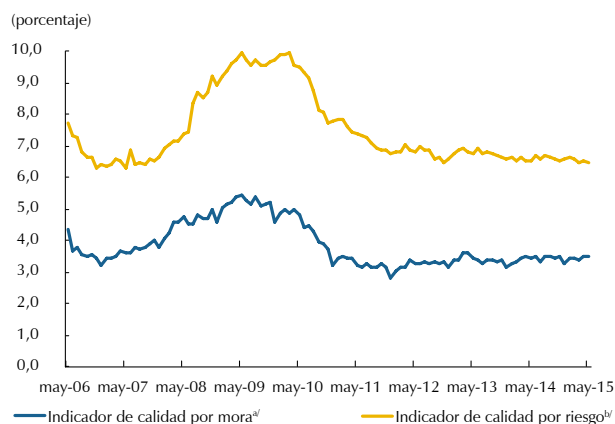
En cuanto a los activos externos, estos ascienden a USD 148.711 m (48,5% del PIB) y se concentran en instrumentos más líquidos como reservas internacionales (31,5%), inversiones de cartera (26,5%), préstamos, depósitos y otros (12,8%). La IED desempeña un papel menos relevante que en el caso de los pasivos con una

18 Banco Mundial (2013). “La desaceleración en América Latina y el tipo de cambio como amortiguador”, informe semestral, Oficina del Economista Jefe Regional, Washington, D. C.

19 No incluye préstamos entre empresas relacionadas.

participación del 29,2%. Si se comparan los saldos de los activos y pasivos externos omitiendo la inversión directa en ambos casos, la cual es la inversión menos líquida, se obtiene que la PIIN se reduce de USD -121.191 m a USD -21.405 m, cifra equivalente a -6,9% del PIB.

Gráfico 54
Indicadores de calidad de la cartera de los establecimientos de crédito



a/ Razón entre el saldo de la cartera vencida (con mora mayor a 30 días) y el saldo de la cartera total.

b/ Razón entre el saldo de la cartera riesgosa (con calificación distinta de A) y el saldo de la cartera total.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos Banco de la República.

B. ENDEUDAMIENTO

Los indicadores de los establecimientos de crédito siguen dando señales de solidez. En efecto, en los primeros cinco meses de 2015 los indicadores de mora y riesgo de cartera (Gráfico 54) se mantienen por debajo del promedio de la última década. No obstante, las modalidades de crédito de consumo e hipotecario registraron una aceleración en su cartera vencida. Por su parte, las provisiones relativas a la cartera vencida y riesgosa son superiores al promedio de los últimos diez años y el indicador de solvencia permanece por encima del requerido. A esto se le suma el mayor crecimiento de las utilidades de los establecimientos de crédito.

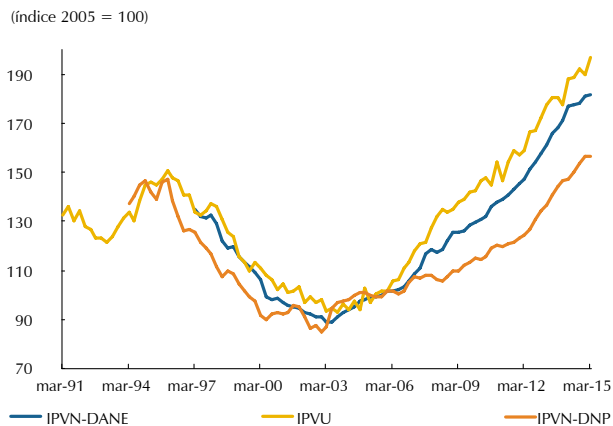
Como se mencionó en informes anteriores, frente a la caída del precio del crudo y la depreciación de la moneda, los ejercicios realizados no dan señales de riesgos sistémicos en el sistema financiero. En efecto, la

muestra de empresas del sector petrolero y aquellas expuestas a los efectos de la depreciación de la moneda, tienen una participación relativamente baja en la cartera comercial de los establecimientos de crédito. Como se presentó en el último *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, un ejercicio de estrés sobre la solvencia de las entidades muestra que a marzo de 2015 ningún establecimiento de crédito presentaría indicadores de solvencia por debajo de los mínimos requeridos, en un escenario de incumplimiento de las obligaciones financieras de una muestra de firmas con alta desvalorización de su patrimonio debido a la depreciación del tipo de cambio.

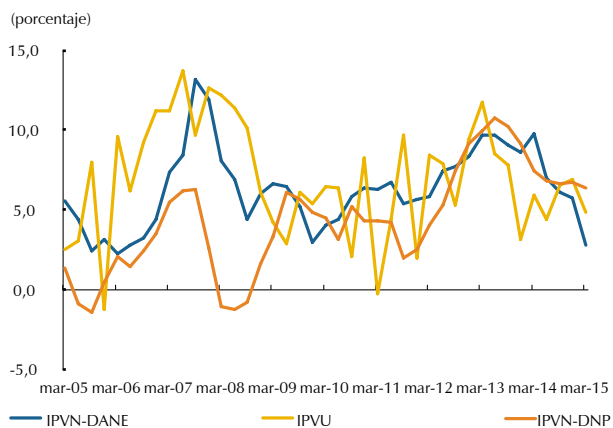
En adelante, es importante seguir monitoreando la evolución del sistema financiero frente a la desaceleración de la economía y los posibles cambios en las condiciones de financiamiento externo. En particular, se debe observar la dinámica del empleo y su impacto en la calidad de la cartera de los establecimientos de crédito. También es relevante el seguimiento a la disposición y capacidad de otorgar crédito por parte del sistema financiero. Lo anterior en un entorno en el cual se ejecutarán grandes proyectos de infraestructura que requerirán elevados niveles de financiamiento interno y externo. Por ello, es necesario hacer seguimiento al posible impacto que podría tener sobre los demás sectores que demandan crédito.

Gráfico 55
Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)

A. Índices

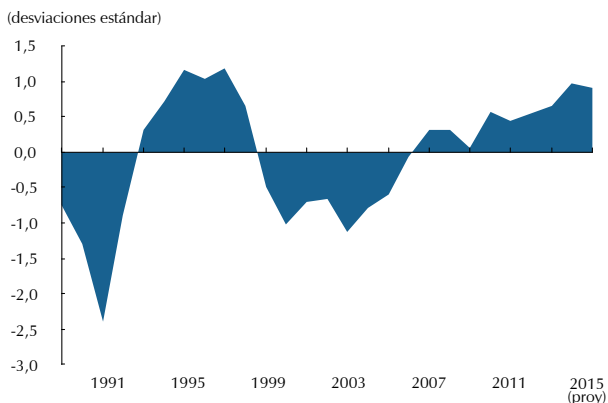


B. Variación anual



Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

Gráfico 56
Índice de desbalance macroeconómico



Fuente: Banco de la República.

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

En los primeros tres meses de 2015 los precios de la vivienda siguieron creciendo por encima de la inflación (Gráfico 55). Los de la vivienda nueva registraron variaciones reales entre el 2,8% y el 6,4%, con lo cual continúa la desaceleración observada en los últimos trimestres. Según el DANE, el menor ritmo de aumento en los precios relativos al IPC es generalizado en Bogotá, Medellín, Cali y Bucaramanga.

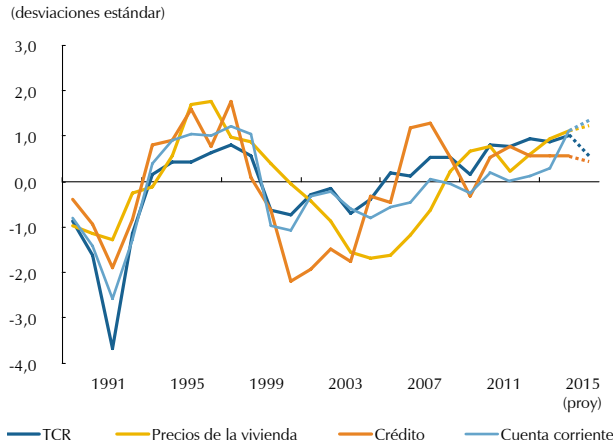
Esta dinámica se puede explicar, en parte, por factores como la reducción de la percepción de rentabilidad debido al menor ritmo de crecimiento real de los arriendos. Las mayores expectativas de depreciación también disminuyen la demanda por bienes no transables como la vivienda. A esto se le suman la desaceleración de la economía y la terminación de algunos subsidios, lo que incrementa los costos de adquisición de vivienda en ciertos segmentos del mercado. Con respecto a este último punto, en adelante hay que tener en cuenta los efectos de los programas de subsidios incorporados en el Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE 2.0). Según el Ministerio de Vivienda, dicho programa incluirá 50.000 cupos para subsidios a la tasa de interés de viviendas con un valor entre COP 87 m y COP 215 m. También se adicionaron 30.000 cupos al programa Mi Casa Ya.

En países de la región como Chile y Perú, que también se han visto afectados por choques externos similares a los de Colombia, no se han observado disminuciones reales en los precios de la vivienda y, por el contrario, continúan creciendo a un buen ritmo.

D. ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO (IDM)

Para 2015 los cálculos del equipo técnico muestran una leve disminución del IDM con respecto al año anterior (Gráfico 56). El nivel del indicador se mantiene relativamente alto con respecto a lo observado entre 2005 y 2013. No obstante, los resultados son inferiores a los registrados en promedio en los años previos a la crisis de 1999. Vale la pena mencionar que este indicador no incluye de un modo directo los

Gráfico 57
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito^{a/}



(proy): proyectado.

a/ Las brechas se calculan como la diferencia entre el valor observado y la estimación del valor de largo plazo.

Para la TCR se presenta su negativo, de forma tal que en todos los casos brechas positivas indiquen desbalances.

Fuente: Banco de la República.

desbalances del sector público, los cuales son relevantes en la coyuntura actual.

En términos de las variables individuales, se destaca la menor brecha de la TCR frente a sus valores de largo plazo, esto debido a la depreciación real del peso. En contraste, la brecha de la cuenta corriente muestra una ampliación, la cual responde al leve incremento anual esperado del déficit corriente como proporción del PIB para el presente año (Gráfico 57).

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2015 y 2016. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 17 de julio de 2015.

Proyecciones para 2015

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 3,17%, 16 pb menos que el estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 3,1%.

Cuadro A2
Proyecciones para 2015

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	2,00	3,60	2.900	4,15	3,00	9,80
ANIF	3,40	3,90	n. d.	4,70	(2,40)	9,90
Banco de Bogotá ^{a/}	3,30	3,84	2.500	4,51	(3,00)	4,51
Bancolombia	3,40	3,85	2.540	4,53	3,00	9,10
BBVA Colombia ^{a/}	3,10	4,10	2.596	4,61	3,00	9,60
BGT Pactual	3,00	3,99	2.750	n. d.	3,00	9,40
Corficolombiana	3,50	3,80	2.250	4,50	3,00	9,00
Corpbanca ^{b/}	3,20	3,99	2.600	4,60	3,60	8,40
Corredores Davivienda ^{c/}	3,10	4,20	2.650	n. d.	n. d.	n. d.
Credicorp Capital ^{a/ d/}	3,70	3,70	2.500	4,30	3,00	9,00
Davivienda ^{a/}	3,10	4,20	2.650	4,50	3,00	9,50
Fedesarrollo	3,00	4,00	2.600	4,70	3,10	n. d.
Ultrabursátiles	3,40	4,00	2.600	4,40	n. d.	9,10
Promedio	3,17	3,94	2.594,7	4,50	2,03	8,85
Analistas externos						
Citi	3,20	3,80	2.800	4,60	3,00	9,70
Deutsche Bank	3,20	4,20	2.802	n. d.	(2,80)	7,80
Goldman Sachs	3,00	4,00	2.800	n. d.	(3,20)	n. d.
JP Morgan	3,00	4,50	2.525	n. d.	(3,20)	n. d.
Promedio	3,10	4,13	2.731,8	4,60	(1,55)	8,75

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.
b/ Antiguo Banco Santander.
c/ Antiguo Corredores Asociados.
d/ Antiguo Correal.
n. d.: no disponible.
Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2016

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	1,50	2,75	3.400
ANIF	3,40	3,20	n. d.
Banco de Bogotá	3,50	3,00	2.600
Bancolombia	3,70	3,12	2.440
BBVA Colombia	3,10	3,10	2.503
BGT Pactual	2,60	3,30	2.860
Corficolombiana	3,50	3,00	2.250
Corpbanca ^{a/}	3,60	3,20	2.650
Corredores Davivienda ^{b/}	2,70	2,54	n. d.
Credicorp Capital ^{c/}	3,00	3,20	2.350
Davivienda	2,80	2,54	n. d.
Fedesarrollo	3,00	3,30	2.652
Ultrabursátiles	3,50	3,25	2.500
Promedio	3,07	3,04	2.620,5
Analistas externos			
Citi	3,00	3,40	2.684
Deutsche Bank	3,00	3,00	n. d.
Goldman Sachs	3,40	3,00	2.828
JP Morgan	2,30	3,00	n. d.
Promedio	2,93	3,10	2.756,0

a/ Antiguo Banco Santander.

b/ Antiguo Corredores Asociados.

c/ Antiguo Correal.

n. d.: no disponible

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales estiman una inflación del 3,94% y los extranjeros prevén un incremento en los precios al finalizar el año del 4,13%, el cual se encuentra fuera del rango meta fijado por la JDDBR para 2015 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de COP 2.595, frente a los COP 2.518 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP 2.732 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,5%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 8,85%.

Proyecciones para 2016

Para 2016 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 3,07% y los extranjeros de 2,93%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 3,04% y 3,1%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 2.621 y las externas de COP 2.756.