



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2016



ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2016*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 28 de octubre de 2016.

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 la meta cuantitativa de inflación. Las acciones de política de la JDBR están encaminadas a cumplir la meta 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 JDDBR 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 JDDBR 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 JDDBR, 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 JDDBR 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 inflación y decisiones de política monetaria	9
I. Contexto externo y balanza de pagos	15
A. Contexto internacional	15
B. Balanza de pagos	23
Recuadro 1: Naturaleza de la corrección del déficit en la balanza comercial	32
II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo	34
A. Comportamiento del pib durante el segundo trimestre de 2016	34
B. El PIB del tercer trimestre de 2016	38
Recuadro 2: Diagnóstico de la producción y el comercio exterior del sector industrial manufacturero	46
III. Desarrollos recientes de la inflación	51
A. La inflación básica	53
B. Inflación de alimentos	56
IV. Pronósticos de mediano plazo	58
A. Crecimiento económico para lo que resta de 2016 y 2017	58
B. Inflación	63
C. Balance de riesgos	66
V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica	71
A. Cuenta corriente y tasa de cambio real	72
B. Endeudamiento	74
C. Precios de la vivienda	75
D. Índice de desbalance macroeconómico	76
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	78

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	PIB real de los Estados Unidos	16
Gráfico 2	Tasa de desempleo y creación de empleo en los Estados Unidos	16
Gráfico 3	Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos	16
Gráfico 4	PIB real de la zona del euro	17
Gráfico 5	Indicadores de inflación anual total y básica en Europa	17
Gráfico 6	Crecimiento anual del PIB real para China	18
Gráfico 7	Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina	18
Gráfico 8	Inflación anual para algunas economías de América Latina	18
Gráfico 9	Índice de términos de intercambio	19
Gráfico 10	Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)	19
Gráfico 11	Precios internacionales de los alimentos	19
Gráfico 12	Tasas de interés de algunos bonos soberanos a 10 años	20
Gráfico 13	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina	
Gráfico 14	Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina	20
Gráfico 15	Crecimiento promedio de los socios comerciales	21
Gráfico 16	Exportaciones totales	26
Gráfico 17	Importaciones FOB totales	26
Gráfico 18	Producto interno bruto	34
Gráfico 19	PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables	38
Gráfico 20	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado)	39
Gráfico 21	Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles ni vehículos automotores, desestacionalizado)	39
Gráfico 22	Registro de matrículas de vehículos nuevos	40
Gráfico 23	Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral	40
Gráfico 24	Importaciones de bienes de capital para la industria y de equipo de transporte (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles	43
Gráfico 25	Producción industrial real total	44
Gráfico 26	Balance del índice de confianza de la industria	44
Gráfico 27	Producción de café	44
Gráfico 28	Producción de petróleo	45
Gráfico 29	Inflación total al consumidor	51
Gráfico 30	IPP por procedencia	52
Gráfico 31	Salarios nominales	53
Gráfico 32	Indicadores de inflación básica	54
Gráfico 33	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	55
Gráfico 34	Inflación anual de no transables	55
Gráfico 35	IPC de regulados y sus componentes	55
Gráfico 36	IPC de alimentos	57
Gráfico 37	IPC de alimentos por grupos	57
Gráfico 38	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	62
Gráfico 39	<i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral	62
Gráfico 40	<i>Fan chart</i> de la brecha del producto	63
Gráfico 41	Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	64

Gráfico 42	Inflación observada y expectativas de inflación	64
Gráfico 43	Expectativas de inflación derivadas de los TES	64
Gráfico 44	<i>Fan chart</i> de la inflación total	67
Gráfico 45	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	67
Gráfico 46	Corte transversal del <i>fan chart</i> de inflación total para diciembre de 2017	67
Gráfico 47	Déficit en la cuenta corriente	73
Gráfico 48	Índices de la tasa de cambio real	73
Gráfico 49	Endeudamiento del sector privado	74
Gráfico 50	Precios de la vivienda en Colombia	75
Gráfico 51	Ventas de vivienda nueva por rango de precio	76
Gráfico 52	Unidades de vivienda nueva disponibles para la venta según rango de precio	76
Gráfico 53	Índice de desbalance macroeconómico	77
Gráfico 54	Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito	77

ÍNDICE DE CUADROS

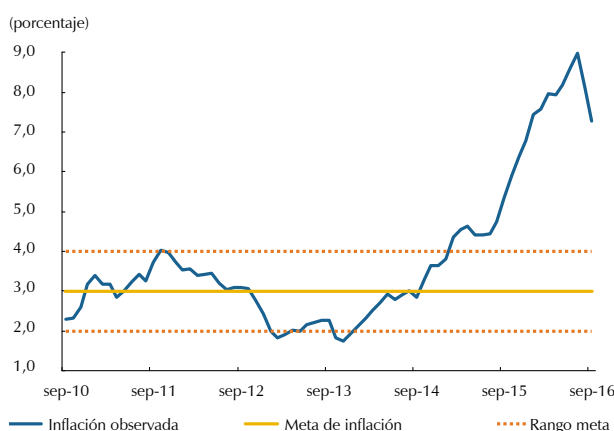
Cuadro 1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	21
Cuadro 2	Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia	23
Cuadro 3	Balanza de pagos	30
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	36
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	37
Cuadro 6	Indicadores de inflación al consumidor	54
Cuadro 7	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> del crecimiento anual del PIB	62
Cuadro 8	Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2017 esté entre 2% y 4%	69
Cuadro 9	Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> de la inflación total	70

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La inflación anual al consumidor disminuyó por segundo mes consecutivo desde el 8,97% alcanzado en julio, para situarse en 7,27% en septiembre de 2016. Esta desaceleración, mayor que la prevista, se explica principalmente por el menor aumento en los precios del grupo de alimentos y, en menor medida, por la moderación en los incrementos de los precios de bienes y servicios más impactados por la pasada depreciación nominal del peso. Lo anterior sugiere que los efectos de los fuertes choques transitorios de oferta que desviaron la inflación de la meta (El Niño y la depreciación nominal) se están empezando a diluir a una velocidad mayor que la esperada (Gráfico A).

El promedio de las medidas de inflación básica también decreció, pero a un ritmo más lento: de 6,61% en julio a 6,29% en septiembre. En el mismo período las expectativas de inflación han cedido, aunque las de 2017 aún superan la meta: la de los analistas a uno y dos años se sitúan en 4,23% y 3,65%, y las que se derivan de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se encuentran alrededor de 3,6%.

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Los indicadores de actividad económica para el tercer trimestre de 2016 señalan que el crecimiento del PIB fue menor que el del primer semestre del año, con dinámicas de la demanda externa e interna más débiles que las proyectadas tres meses atrás. El crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia ha sido bajo y menor que el previsto, por lo cual las exportaciones del país diferentes a bienes básicos han tenido un desempeño pobre. Coherente con el deterioro del ingreso nacional, la demanda interna ha continuado ajustándose. A esto se sumó el choque negativo en la oferta que generó el paro camionero, que afectó de forma significativa varios sectores de la economía. Con estos datos, y con las nuevas cifras de actividad del cuarto trimestre, el equipo técnico redujo el crecimien-

to más probable para todo 2016, de 2,3% a 2%, con un nuevo rango proyectado entre 1,5% y 2,5%.

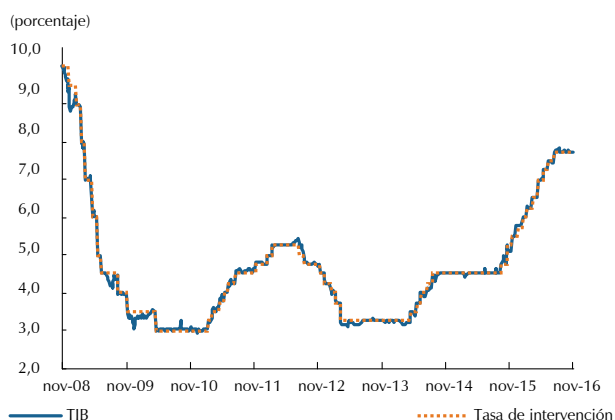
Este contexto macroeconómico apunta hacia un ajuste del exceso de gasto sobre el ingreso un poco más rápido que el previsto, situación que sugiere una corrección del desbalance externo más acentuada que la proyectada un trimestre atrás. De esta forma, el equipo técnico del Banco redujo el pronóstico del déficit en la cuenta corriente como proporción al PIB de 5,3% a 4,7% (lo que equivale a USD 13,2 mil millones). La desaceleración del producto y el menor desbalance externo son reflejo del ajuste requerido en la economía colombiana debido al choque negativo al ingreso nacional que el país viene enfrentando desde mediados de 2014.

Al evaluar el comportamiento de los precios y las expectativas de inflación, las estimaciones del equipo técnico del Banco sugieren que en los siguientes meses la inflación continuará su convergencia a la meta. La desaceleración en los precios de alimentos debería seguir al menos hasta el primer trimestre del siguiente año, debido a la mayor oferta en este grupo, en especial de los perecederos. Se espera que, en ausencia de nuevos choques, el traspaso de la fuerte devaluación pasada del peso a la inflación se siga diluyendo. El debilitamiento de la demanda estaría contribuyendo más a la desaceleración de la inflación que en meses pasados. Adicionalmente, en la medida en que las expectativas de inflación tiendan a anclarse al 3%, los mecanismos de indexación de precios serán más compatibles con la meta.

En síntesis, la economía colombiana continúa ajustándose a los fuertes choques registrados desde 2014, y el déficit en la cuenta corriente está disminuyendo gradualmente. La dinámica del producto ha sido más débil que la proyectada y la inflación ha descendido, pero sus expectativas para 2017 superan la meta.

Los efectos de los choques transitorios de oferta que han afectado la inflación y sus expectativas han comenzado a revertirse y se espera que esta tendencia continúe.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
(2009-2016)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 15 de noviembre de 2016.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Con la información actual, los riesgos de que la economía registre una desaceleración más acentuada que el deterioro del ingreso nacional y de que la convergencia de la inflación a la meta en 2017 sea más lenta que la prevista parecen estar balanceados. Con esta evaluación de riesgos, la Junta Directiva consideró conveniente mantener inalterada la tasa de interés de referencia en cada una de las reuniones de agosto, septiembre y octubre. Nueva información sobre el comportamiento de los precios y la demanda agregada dará mayores indicios sobre la velocidad de la convergencia esperada de la inflación a la meta y de la intensidad, naturaleza y persistencia de la desaceleración económica (Gráfico B).

La Junta también consideró que, ante los efectos negativos de la caída en los precios del petróleo sobre las finanzas públicas, el proyecto de Reforma Tributaria presentado por el Gobierno al Congreso Nacional de la República constituye una acción fundamental que contribuye al crecimiento de largo plazo, al reforzar la sostenibilidad fiscal, propender por la estabilidad macroeconómica y disminuir la percepción de riesgo del país.

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

Juan Pablo Cote

Camila Londoño

Daniel Parra

Jhon Edwar Torres

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

Jefe

Luis Hernán Calderón

David Camilo López

Nicolás Martínez

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), Carlos Leonardo Barreto Vargas y Joao Hernández, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Mariana Escobar, Daniel Leonardo Rojas y Juan David Torres estudiantes en práctica.

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

En este Informe se sigue esperando una recuperación del crecimiento económico de los principales socios comerciales de Colombia para 2017, aunque a una tasa relativamente baja.

Para 2017 se prevé una recuperación moderada de los términos de intercambio del país, sustentada principalmente en un aumento de los precios del petróleo, del carbón y del café.

Durante el primer semestre de 2016 el déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB fue de 4,8%, inferior al 6,3% registrado un año atrás, debido a una contracción de los egresos corrientes mayor que la de los ingresos.

El desbalance externo se seguirá ajustando en lo que resta de 2016 y en 2017, tanto en dólares como en porcentaje del PIB.

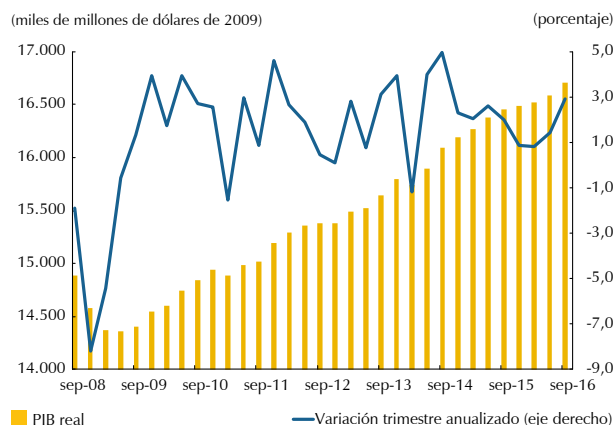
A. CONTEXTO INTERNACIONAL

1. Actividad real, inflación y política monetaria

La información sectorial disponible sugiere que el crecimiento económico de los principales socios comerciales de Colombia habría continuado siendo débil durante el tercer trimestre del año. Los Estados Unidos probablemente experimentaron una aceleración de su producto, en tanto que la zona del euro y China habrían presentado tasas similares a las del trimestre pasado y América Latina habría crecido a tasas históricamente bajas o incluso negativas.

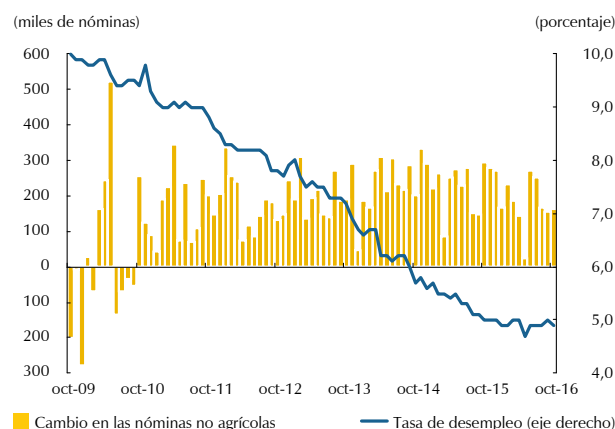
En los Estados Unidos el PIB del segundo trimestre decepcionó al mercado, con una tasa de expansión de 1,4% trimestre anualizado (t. a.) con respecto a 2,5% t. a. esperado por los analistas. Los componentes que contribuyeron a la caída del producto fueron la variación de inventarios, la inversión residencial y el gasto del gobierno. El crecimiento estuvo liderado por el consumo que tuvo un notable comportamiento. La inversión no residencial y las exportaciones netas contribuyeron en menor medida a la expansión.

Gráfico 1
PIB real de los Estados Unidos^{a/}



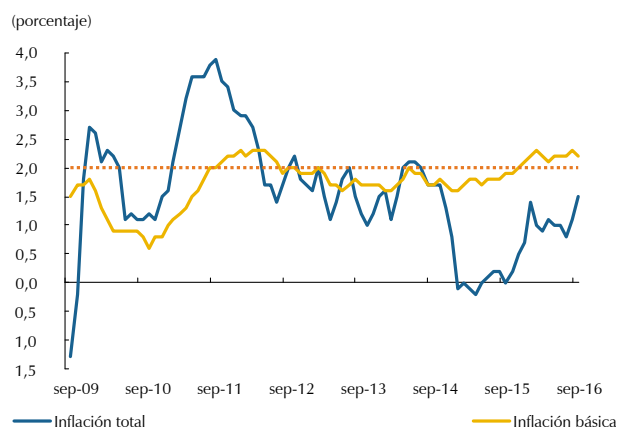
a/ Este Informe se produjo sin tener el dato oficial del tercer trimestre, publicado el 28 de octubre.
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Gráfico 2
Tasa de desempleo y creación de empleo en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3
Indicadores de inflación anual total y básica en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Las cifras más recientes apuntan a un PIB más dinámico durante el tercer trimestre¹. Se espera que el consumo de los hogares continúe soportando el crecimiento, gracias al buen momento en el sector laboral tanto por empleos como por salarios. Las ventas al por menor siguen mostrando variaciones anuales positivas y la confianza de los consumidores se mantiene en niveles relativamente altos. Adicionalmente, la producción industrial y la confianza empresarial tuvieron buenos registros en el trimestre (Gráfico 1).

En el mercado laboral, durante el trimestre se sostuvo el buen crecimiento de las nóminas no agrícolas, reportándose aumentos de 192.000 nuevos empleos por mes en promedio. Lo anterior se ha visto reflejado en una tasa de desempleo que se mantuvo cerca al 5% (Gráfico 2), nivel que los analistas y los miembros de la Reserva Federal (Fed) consideran que es la de equilibrio de largo plazo de esta economía. La tasa de subempleo² también permanece en niveles bajos y similares a los observados el trimestre anterior.

En cuanto a la variación de precios en los Estados Unidos, el indicador de inflación total se ubicó en 1,5% en septiembre, la cifra más alta desde 2014, aunque todavía por debajo del objetivo de la Fed (2%). Los incrementos de los últimos meses se atribuyen en gran medida al alza en los precios de la energía. La inflación sin alimentos ni energía, por su parte, mostró estabilidad, cerrando el trimestre en 2,2% (Gráfico 3).

En este contexto, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Fed (FOMC, por su sigla en inglés) en la reunión de septiembre mantuvo inalterada su tasa de política en un rango entre 0,25% y 0,50%.

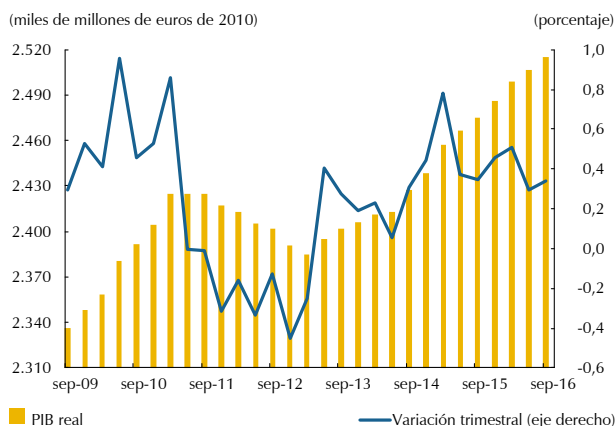
1 Este informe se produjo sin contar con el dato oficial de crecimiento de los Estados Unidos para el tercer trimestre, cuyo primer estimativo se dio a conocer el 28 de octubre. De acuerdo con él, el PIB se expandió en dicho período 2,9% t. a., una tasa superior a la esperada por los analistas del mercado.

2 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 marginamente vinculados al mercado laboral.

En la zona del euro el PIB del segundo trimestre creció a una tasa de 0,3% trimestral, soportado, principalmente, por la inversión de las firmas no financieras y el consumo de los hogares. La información más reciente indica que durante el tercer trimestre³ el crecimiento se habría sostenido en tasas similares a las del segundo, cuyos motores habrían continuado siendo los mismos.

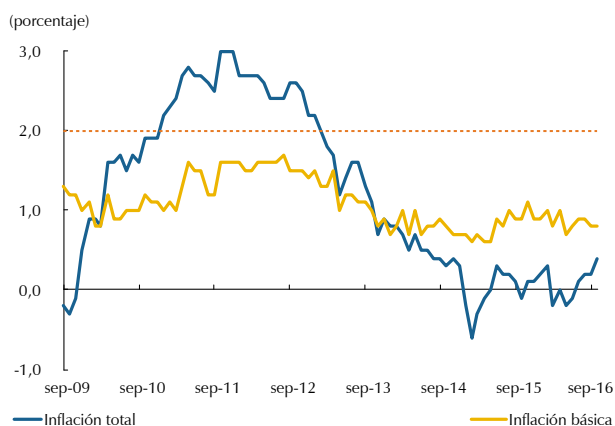
La producción industrial en agosto se aceleró, alcanzando una tasa de 2% anual; algo semejante ocurre con la confianza de los empresarios, lo cual mostró un importante incremento en octubre. Con respecto a los indicadores de consumo, si bien las ventas al por menor en agosto cayeron, se espera que en los datos siguientes se observe una recuperación, ya que la confianza de los consumidores a octubre se sostuvo en niveles relativamente elevados (Gráfico 4).

Gráfico 4
PIB real de la zona del euro^{a/}



a/ Este Informe se produjo sin tener el dato oficial del tercer trimestre publicado el 31 de octubre.
Fuente: Eurostat.

Gráfico 5
Indicadores de inflación anual total y básica en Europa



Fuente: Bloomberg.

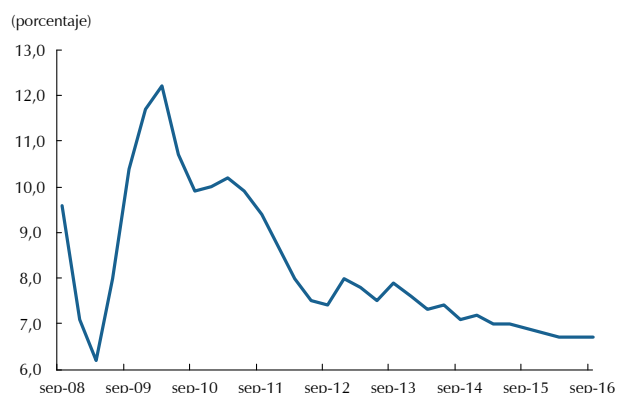
En cuanto a los precios en la zona del euro, en octubre la inflación total registró un incremento y se ubicó en 0,5%, cifra que no se observaba desde 2014. El indicador sin alimentos ni energía se mantuvo en 0,8%, cercano a la tasa promedio del último año (Gráfico 5). El grueso del incremento de la inflación total se explica por la menor caída de los precios de la energía. A pesar de los recientes incrementos, la inflación permanece por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE) (ligemente inferior al 2%).

Debido a la baja inflación y a las escasas presiones sobre los precios provenientes de la demanda, en su reunión de octubre el BCE anunció que mantendrá la postura monetaria expansiva, con tasas de interés en niveles bajos y compras mensuales de activos por 80 mil millones de euros hasta marzo de 2017. Según las autoridades monetarias, esta postura se prorrogará por el tiempo necesario para garantizar que la inflación alcance una senda consistente con la meta.

En el caso de China, el crecimiento anual del PIB en el tercer trimestre fue igual al de los dos anteriores, de 6,7% (Gráfico 6). Se sigue observando la sustitución de consumo por inversión, pues las ventas al por menor están creciendo a una mayor tasa que la inversión en activos fijos. En este período la producción industrial mantuvo las tasas de crecimiento observadas durante

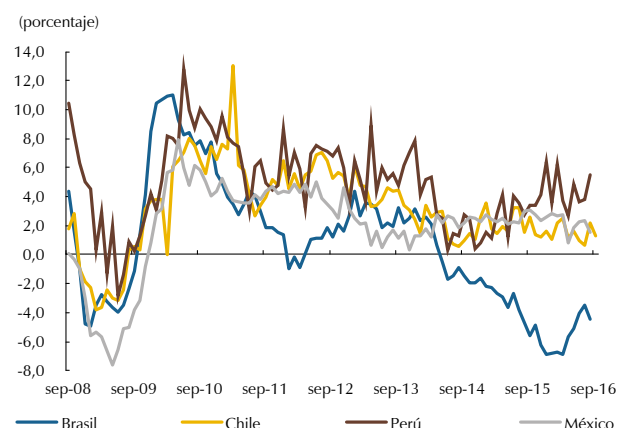
3 Este informe se produjo sin tener el dato oficial de crecimiento de la zona del euro para el tercer trimestre, cuyo primer estimativo se dio a conocer el 31 de octubre, de acuerdo con el cual el PIB se expandió en dicho período un 0,3% trimestral, igual al del segundo trimestre del año, y afín con los estimativos de los analistas.

Gráfico 6
Crecimiento anual del PIB real para China



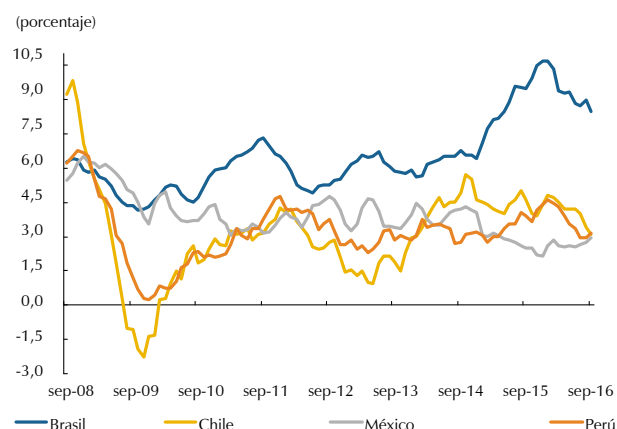
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7
Crecimiento anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina



Fuente: Datastream.

Gráfico 8
Inflación anual para algunas economías de América Latina



Fuente: Datastream.

el último año (6%); sin embargo, la confianza del sector manufacturero se recuperó, ubicándose de nuevo en la zona de expansión.

Entretanto, en gran parte de los países de América Latina se sigue presentando un dinamismo menor que el observado en años anteriores, en buena parte como resultado de la caída de los términos de intercambio recibida en años anteriores. El crecimiento del segundo trimestre del año fue inferior al del primero para Chile y Perú. Por su parte, Venezuela, Ecuador, Argentina y Brasil exhibieron contracciones en sus productos. Con respecto al tercer trimestre, los índices de actividad económica de agosto señalan que las economías de Perú, Chile y Brasil se expandirán a tasas superiores a las registradas durante el segundo trimestre, mientras que en México serían similares a los recientemente observados (Gráfico 7).

Para la inflación en la región los registros a septiembre son heterogéneos. Por un lado, se encuentran Colombia y Brasil con tasas de inflación que caen, pero aún en niveles superiores a su rango meta. Por el otro están Chile, Perú y México, donde la inflación ya se encuentra contenida en sus respectivos rangos meta⁴ (o muy cercana, como es el caso de Perú) (Gráfico 8).

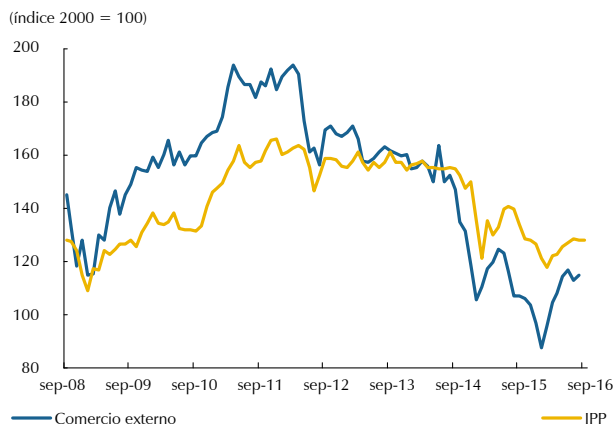
2. Precios de productos básicos

Durante el tercer trimestre del año los precios de los principales productos exportados por Colombia se incrementaron, con excepción del petróleo, que se sostuvo en los niveles del segundo trimestre. Aun así, los términos de intercambio continúan en niveles bajos frente a lo registrado en los últimos años (Gráfico 9).

Por productos, el precio promedio del petróleo (referencia Brent) no presentó variaciones entre el segundo y tercer trimestre del año, y permaneció en USD47 por barril. Sin embargo, en las tres primeras semanas de octubre el precio se incrementó, al alcanzar un promedio de USD51,9 por barril (Gráfico 10). Dicho

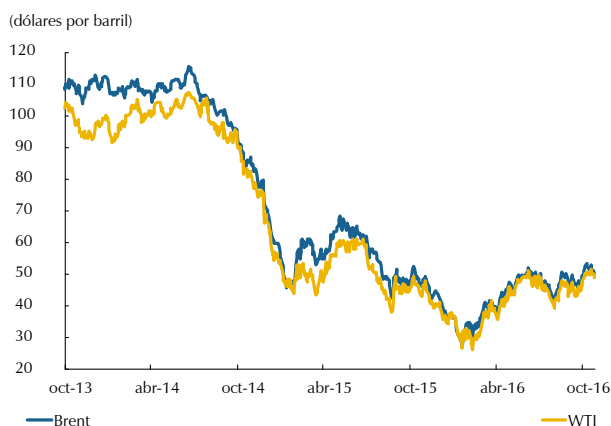
4 El rango meta para Chile y México es 3% +/- 1%, y para Perú es 2% +/- 1%.

Gráfico 9
Índice de términos de intercambio
(metodología comercio e IPP)



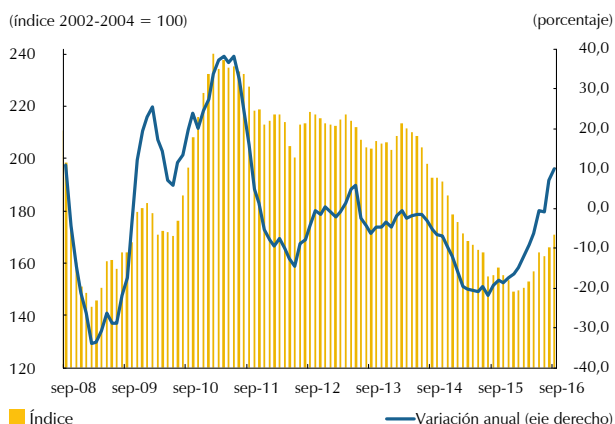
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 10
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: Datastream.

Gráfico 11
Precios internacionales de los alimentos



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

comportamiento estuvo explicado, en gran parte, por la expectativa de reducción del exceso de oferta, tras un anuncio de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) acerca de un posible acuerdo para efectuar recorte en las cantidades de crudo producidas. El acuerdo empezaría a regir en noviembre, después de la reunión oficial de la OPEP, donde se fijarían los recortes a las cuotas de producción de cada país.

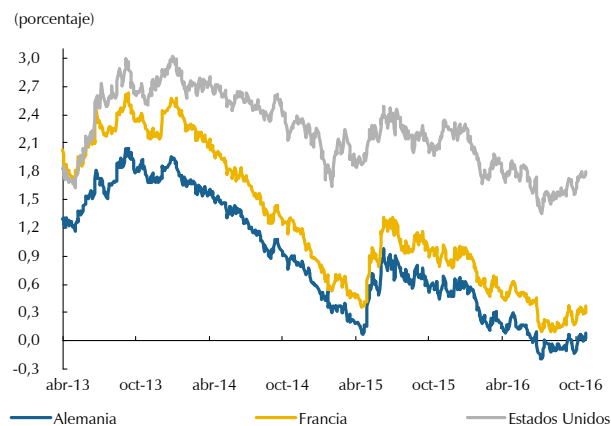
A lo anterior se suman los persistentes cortes en la producción en Nigeria y Libia, la baja producción e inversión en los Estados Unidos y las caídas de inventarios en ese país reportados en las últimas semanas.

El precio promedio del carbón sufrió un alza importante entre el segundo y tercer trimestres, pasando de USD48,3 a USD59,8 por tonelada. El incremento se hizo más pronunciado en el mes de octubre y para la tercera semana el precio se había elevado 28% con respecto al promedio del tercer trimestre. Este hecho estaría asociado con restricciones en la producción en China dada por la nueva reglamentación ambiental y algunos cortes en las minas de Australia debido a problemas climáticos. Adicionalmente, debería estimarse el impacto en el precio de los combustibles, pues el incremento del precio del crudo podría generar presiones al alza para todos los sustitutos.

La cotización internacional del café ha mostrado incrementos desde el mes de abril, como consecuencia de problemas climáticos de varios países exportadores. En el caso de los precios del níquel y de otros metales para uso industrial exportados por algunos socios comerciales del país, aquellos se sostuvieron en los niveles del trimestre pasado.

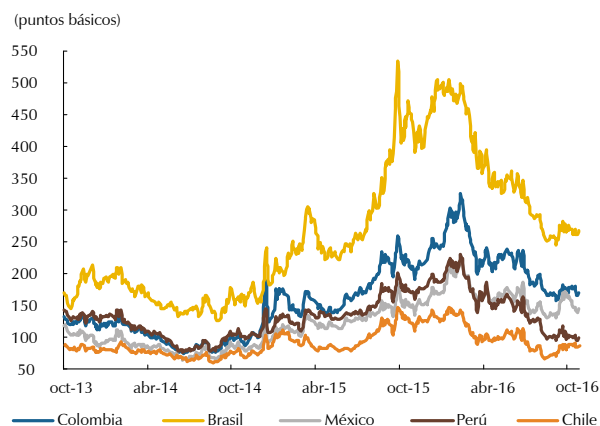
En cuanto a las cotizaciones internacionales de las materias primas agrícolas y alimentos, el índice de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por su sigla en inglés) presentó subidas anuales en el tercer trimestre, hecho que no se presentaba desde el año 2013 (Gráfico 11). Puesto que Colombia es importador de este tipo de bienes, los incrementos observados habrían frenado, en alguna medida, las mejoras en el indicador de términos de intercambio.

Gráfico 12
Tasas de interés de algunos bonos soberanos a 10 años



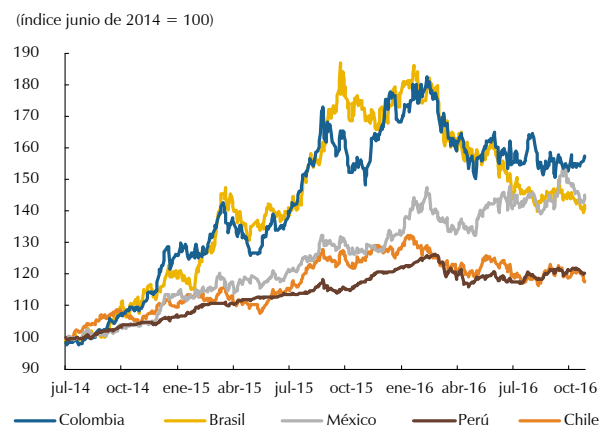
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14
Índices de tasa de cambio para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

3. Mercados financieros

Los mercados financieros mostraron una relativa calma durante el tercer trimestre del año. Dado el exceso de liquidez mundial, las tasas de interés de los títulos de varias economías desarrolladas se encuentran muy bajas e incluso en terreno negativo (Gráfico 12). Asimismo, las primas de riesgo en América Latina continuaron a la baja después de los máximos de febrero (Gráfico 13). Para Colombia se observa una caída de los *credit default swaps* (CDS) a cinco años desde su valor máximo de 326 puntos básicos (pb) el 11 de febrero, a 174 pb en promedio para octubre. México ha enfrentado movimientos en las primas de riesgo asociados con las elecciones presidenciales en los Estados Unidos. Durante septiembre se vieron incrementos cercanos a los 35 pb, que se han ido reversando en las últimas semanas.

En cuanto a las monedas, el dólar estadounidense permaneció estable frente a la mayoría de divisas del mundo durante el tercer trimestre. Sin embargo, durante las tres primeras semanas de octubre se observó una apreciación importante, pero no lo suficiente para situarlo en los altos niveles de principio del año. Entre tanto, las tasas de cambio de las monedas de América Latina se han mantenido relativamente estables frente al dólar desde abril, con el peso mexicano mostrando mayor volatilidad, asociada con la incertidumbre del proceso político en los Estados Unidos. En agosto el real brasileiro frenó la apreciación que estaba experimentando desde enero, para estabilizarse en niveles similares a los observados durante el primer trimestre de 2015 (Gráfico 14). El peso colombiano alcanzó una tasa promedio de COP2.946 entre el julio y octubre, frente a COP2.992 del segundo trimestre.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Los pronósticos de crecimiento de los socios comerciales de Colombia (ponderado por comercio) para 2016 se revisaron a la baja. Las proyecciones actuales sugieren un crecimiento para todo el año de 0,27%, significativamente inferior al 0,6% que se tenía hace tres meses.

Fueron revisados a la baja los crecimientos de los Estados Unidos, Venezuela, México, Perú y Chile para 2016, y al alza el de Brasil (Cuadro 1). Para 2017, si bien se espera alguna recuperación frente al presente año, el crecimiento de los socios comerciales seguiría siendo muy bajo en comparación con lo observado en la última década (Gráfico 15).

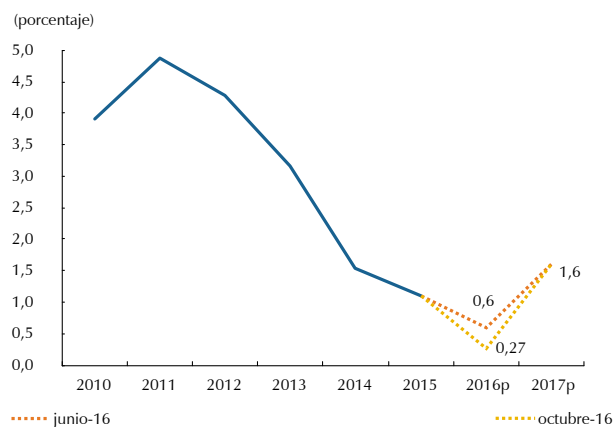
Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2015	Proyecciones para 2016 Escenario			Proyecciones para 2017 Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Principales socios							
Estados Unidos	2,6	1,3	1,5	1,7	1,0	2,0	2,5
Zona del euro	2,0	1,4	1,6	1,8	0,8	1,4	2,0
Venezuela	(6,2)	(13,0)	(10,0)	(7,0)	(7,0)	(4,5)	(1,0)
Ecuador	0,3	(3,5)	(3,0)	(2,5)	(3,0)	(1,0)	0,5
China	6,9	6,4	6,6	6,8	5,4	6,2	6,6
Otros socios							
Brasil	(3,8)	(3,8)	(3,3)	(2,8)	0,0	1,0	2,0
Perú	3,3	3,5	3,7	4,0	3,0	4,2	5,0
México	2,5	1,9	2,2	2,5	1,0	2,5	3,0
Chile	2,3	1,4	1,7	2,0	1,5	2,3	3,5
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	1,1	(0,2)	0,3	0,5	0,5	1,6	2,2
Países desarrollados ^{a/}	2,1		1,6			1,8	
Países emergentes y en desarrollo ^{a/}	4,0		4,2			4,6	
Total mundial ^{a/}	3,2		3,1			3,4	

a/ Pronósticos FMI de Octubre de 2016.

Fuente: Fondo Monetario Internacional; proyecciones y cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15
Crecimiento promedio de los socios comerciales
(ponderado por comercio no tradicional)



Fuente: Fondo Monetario Internacional; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

El pronóstico de los Estados Unidos para 2016 se redujo de 1,9% a 1,5%, dado el decepcionante dato del PIB del segundo trimestre, el cual fue mucho más bajo que el anticipado por los principales analistas del mercado y por el equipo técnico del Banco de la República. Para la segunda mitad del año se espera que el consumo continúe siendo el motor del crecimiento de este país, ya que se observan buenos registros de empleo y salarios; además, la inversión debería dejar de restar al PIB en los próximos trimestres. Por último, no se prevé un gran crecimiento de las exportaciones, dada la débil demanda mundial y la fortaleza relativa del dólar. Dichas dinámicas deberían profundizarse en 2017, para cuando el crecimiento sería de 2%. Estas proyecciones suponen que el nuevo gobierno que entra en funciones a comienzo de 2017 mantendrá políticas económicas similares a las vigentes en la actualidad.

América Latina continúa exhibiendo tasas de expansión históricamente bajas. Ecuador, Venezuela y Brasil tendrán tasas negativas en 2016, y para 2017 se espera que el producto de Brasil deje de contraerse.

En este entorno, se espera que el mercado laboral en los Estados Unidos continúe con su recuperación y que la tasa de desempleo se mantenga cercana a los niveles de largo plazo. Por su parte, la inflación deberá seguir incrementándose y se espera que para finales de 2017 se encuentre muy cerca a la meta de la Fed. En respuesta a lo anterior, se espera que en diciembre de 2016 dicha entidad incremente en 25 pb sus tasas de referencia y que en la segunda mitad de 2017 se realice otro aumento de la misma magnitud.

En la zona del euro la recuperación de la economía continuaría lentamente, tal y como se esperaba en el *Informe* de junio. Sin embargo, el pronóstico para 2017 se elevó a 1,4%, pues se espera que la salida del Reino Unido de la Unión Europea ocurra de una manera más ordenada que la que se anticipaba inicialmente, y que los efectos se distribuyan mejor en los años venideros. La inflación permanecería en niveles bajos, pero con tendencia creciente. El BCE mantendría su política altamente expansiva con tasas bajas y compra de títulos durante todo 2017, lo cual favorecería la recuperación de la economía, soportada principalmente en el consumo y la inversión. Se espera que las exportaciones no sean una fuente de crecimiento, dado el pobre dinamismo de la demanda mundial.

En el caso de China, deberá continuar la transición hacia una economía más soportada por el consumo privado, por lo que las tasas de crecimiento de la inversión y las exportaciones seguirían reduciéndose. En particular, se prevé una ligera desaceleración en el ritmo de expansión económica durante el cuarto trimestre de 2016, tendencia que se prolongará hacia 2017.

El pronóstico de crecimiento de Perú y Chile fue revisado ligeramente a la baja, pues los registros de producto del segundo trimestre fueron inferiores a los supuestos en el *Informe* anterior. Los índices de actividad económica estarían sugiriendo que el tercer trimestre habría tenido mayor actividad que el segundo. En Venezuela la estimación de crecimiento para todo 2016 se revisó a la baja en tres puntos porcentuales (pp) (a -10,0%). Aunque no hay información de los últimos tres trimestres, no se perciben signos de recuperación.

El crecimiento de México en la primera mitad del año dependió de la dinámica del consumo, por lo que tras el empeoramiento de la confianza de los consumidores, el equipo técnico del Banco de la República decidió reducir su pronóstico de crecimiento para 2016. Para 2017 se espera una menor tasa de crecimiento, sustentada en los posibles efectos de las caídas en la confianza de consumidores y empresarios y en la depreciación de peso mexicano frente al dólar estadounidense.

En Brasil se percibe que la economía tocó fondo entre el primero y segundo trimestres, por lo que el pronóstico de crecimiento para 2016 se elevó en 0,2 (pp). Aun así, para todo el año se sigue esperando una fuerte contracción económica, en tanto que para 2017 se verían crecimientos del orden del 1%.

El escenario central para el crecimiento de los socios comerciales de Colombia sigue presentando importantes riesgos a la baja. Entre ellos cabe destacar la posibilidad de

Para el promedio de 2016 se espera que el precio del petróleo (Brent) se ubique en USD 44,5; ligeramente superior a lo previsto en el Informe de julio (USD 43). En 2017 se observaría un leve incremento que lo situaría en USD 52 por barril.

un mayor impacto del *brexite*, una desaceleración más fuerte de China y caídas en la confianza generadas por la incertidumbre política y económica que podrían traer los procesos electorales en los Estados Unidos y Europa.

Si bien el dinamismo de la economía China continúa, existen riesgos que podrían frenar el crecimiento de este país y, dada las conexiones de China con el resto del mundo, frenar el incipiente crecimiento mundial. Los tres principales canales de transmisión de China hacia el mundo son: el financiero, el comercial de bienes finales y el comercial de materias primas, siendo este último el que más impactaría a América Latina.

Con respecto a los precios de las principales materias primas exportadas por Colombia, el actual *Informe sobre Inflación* contempla una leve revisión al alza en el precio del petróleo y del carbón para el año 2016 (Cuadro 2).

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

Principales productos	2015	Proyecciones para 2016 Escenario			Proyecciones para 2017 Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado
Café colombiano (ex dock) (dólares por libra)	1,51	1,50	1,55	1,60	1,50	1,80	2,10
Petróleo Brent (dólares por barril)	52,9	42,00	44,50	47,00	40,00	52,00	60,00
Carbón (dólares por tonelada)	60,1	52,00	54,00	56,00	45,00	60,00	70,00
Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada)	11.877	9.000	9.500	10.000	9.000	11.000	13.000
Oro ^{a/} (dólares por onza troy)	1.160	1.300	1.270	1.240	1.550	1.250	1.100

a/ Para los precios del oro se supone que este 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 caso particular del precio del petróleo, el pronóstico central para el 2016 es de USD44,5 por barril, superior a los USD43 del el *Informe* anterior. El incremento en el pronóstico se debe a la subida de precios observada desde el anuncio de la OPEP en septiembre. Sin embargo, se espera que no se materialice una reducción efectiva de la oferta tras la reunión de la OPEP en noviembre, por lo que el precio para el próximo año sería de 52 dólares (ligeramente superior al actual), pues se supone alguna reducción del exceso de oferta para el próximo año. Este pronóstico contempla cortes en la producción de Nigeria y Libia.

Similar a lo ocurrido con el petróleo, el pronóstico del precio del carbón para 2016 se revisó al alza debido a los incrementos observados en las últimas semanas. Los niveles actuales se mantendrán en tanto permanezca la escasez en la oferta de este bien.

B. BALANZA DE PAGOS

1. Resultados para el primer semestre de 2016

Durante el primer semestre de 2016 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país tuvo un déficit de USD6.284 m, inferior en USD3.233 m al registrado un

Durante el primer semestre de 2016 la cuenta corriente de la balanza de pagos fue menos deficitaria con respecto al mismo período de 2015.

año atrás. Como proporción del PIB, este se ubicó en 4,8%, lo que significa una reducción frente al 6,3% registrado durante el primer semestre de 2015.

El comportamiento del balance externo en dólares estuvo caracterizado por una contracción de los egresos corrientes mayor a la de los ingresos. Sobresalen los menores egresos netos por renta de factores, la reducción del déficit comercial de bienes y servicios, y los mayores ingresos por transferencias corrientes. Desde el punto de vista de la actividad real, lo anterior es coherente con la desaceleración de la demanda interna durante la primera mitad del año (capítulo II de este *Informe*), que a su vez refleja que la economía se ha venido adaptando a la nueva trayectoria del ingreso nacional.

La caída anual de la renta factorial (USD 1.531 m) se atribuye principalmente a la menor renta obtenida por las empresas con inversión directa, y en especial a las pérdidas de las firmas extranjeras que operan en el sector petrolero y minero. A este resultado, igualmente, aportaron las menores utilidades de las empresas de los demás sectores.

En cuanto al balance de servicios, se observó una reducción de los egresos netos por USD 814 m en comparación con lo registrado un año atrás, resultado de una importante reducción de los egresos corrientes, en tanto que los ingresos se mantuvieron en niveles similares. Respecto a las importaciones de servicios, sobresalen los menores pagos por fletes, servicios petroleros y gastos por viajes.

A lo anterior se sumó la disminución del déficit comercial de bienes (USD 506 m), gracias a la importante contracción de las importaciones por USD 5.324 m (-20,4%), que más que compensó la reducción de las exportaciones (USD 4.819 m, -23,6%). La caída de las compras externas es consistente con la desaceleración de la demanda interna registrada en el mismo período, así como con la depreciación de la tasa de cambio. La disminución de las ventas externas del país ocurre en un entorno de menores precios de los principales bienes básicos y contracciones en los volúmenes producidos de petróleo, y de bajos crecimientos económicos de los principales socios comerciales del país. Otro factor que también contribuyó a la reducción del desbalance corriente fueron las mayores transferencias corrientes, sobre todo por un importante crecimiento de las remesas de trabajadores del 12,4% frente al mismo período del año anterior.

La contracción anual del déficit en el primer semestre viene dada por unos menores egresos por renta de los factores, un balance comercial de bienes y servicios menos deficitario, y mayores ingresos por transferencias corrientes.

En cuando al financiamiento externo, en el primer semestre de 2016 se observaron entradas netas de capital por USD 6.805 m, inferiores a lo observado un año atrás, cuando se ubicaron en USD 9.560 m. En particular, la inversión directa neta (USD 6.478 m) aumentó en USD 677 m el primer semestre frente a lo de un año atrás, resultado de un aumento de los recursos de IED, que fueron compensados parcialmente por mayores inversiones directas de colombianos en el exterior. El incremento en el flujo de este tipo de recursos se concentró en el sector de electricidad, gas y agua, y se explica, principalmente, por la venta de Isagén. Por el contrario, los demás sectores en conjunto registraron una contracción de los flujos de inversión directa del 24% anual.

El desbalance externo se seguirá corrigiendo durante la segunda mitad de 2016, en gran parte resultado del menor déficit comercial de bienes.

Por concepto de inversiones extranjeras de cartera, entre enero y junio de 2016 el país recibió USD 3.284 m, monto similar al obtenido un año atrás. Estos recursos se originaron principalmente en la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales, en su mayoría emitidos por entidades del sector público, y en menor medida en la compra de TES en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros.

En cuanto a otros flujos de capital, en su mayoría préstamos (sin operaciones de derivados), el país constituyó activos netos en el exterior por USD 3.272 m, originados especialmente en depósitos realizados por entidades públicas. Este monto contrasta con los desembolsos netos recibidos en el primer semestre de 2015 por USD 1.184 m. Durante la primera mitad del año las reservas internacionales por transacciones de balanza de pagos se redujeron en USD 57 m, debido a la venta de divisas a los intermediarios cambiarios por parte del Banco de la República.

2. Pronósticos para 2016 y 2017

Los ejercicios de pronóstico efectuados para este *Informe* indican que el déficit en la cuenta corriente se seguirá ajustando en lo que resta de 2016 y en 2017. En este sentido, para el segundo semestre de 2016 se estima que el balance comercial de bienes será menos deficitario que el observado en igual período de 2015. Esto debido a que se espera una mayor contracción de las compras externas en dólares frente a unas exportaciones, que aunque se seguirían contrayendo, lo harían a una menor tasa que lo observado en trimestres anteriores. Esto último, en parte, gracias a la recuperación de la mayoría de los precios de referencia para los productos básicos de exportación del país, según se menciona en la primera parte de este capítulo, y a los mayores volúmenes estimados de ventas de carbón.

La información disponible de comercio exterior de bienes para el bimestre julio-agosto tiende a confirmar esta proyección. En dicho período las exportaciones totales en dólares cayeron en USD 628 m (-10,8%) con respecto al año anterior (Gráfico 16), afectadas, por una parte, por el comportamiento de las cotizaciones de los precios internacionales de los productos básicos, que aunque se recuperaron en dicho período, se mantienen en niveles bajos frente a los observados una año atrás, y por otra parte por un valor inferior exportado de bienes industriales y las menores cantidades despachadas de petróleo crudo. Con respecto a las importaciones FOB⁵, en el bimestre julio-agosto estas se contrajeron en USD 1.518 m (19,7% en términos anuales), debido, en mayor medida, a la menor adquisición de equipo de capital (Gráfico 17) (véase sombreado, p. 26).

⁵ A diferencia de la medición de la balanza de pagos, la cual tiene en cuenta el valor FOB de las importaciones, el cálculo del PIB según las cuentas nacionales considera las importaciones CIF, las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. El valor total promedio de las importaciones CIF durante julio y agosto de 2016 fue de USD 3.795 m, lo que representa una reducción de 19,3% anual.

Gráfico 16
Exportaciones totales
(mensual)

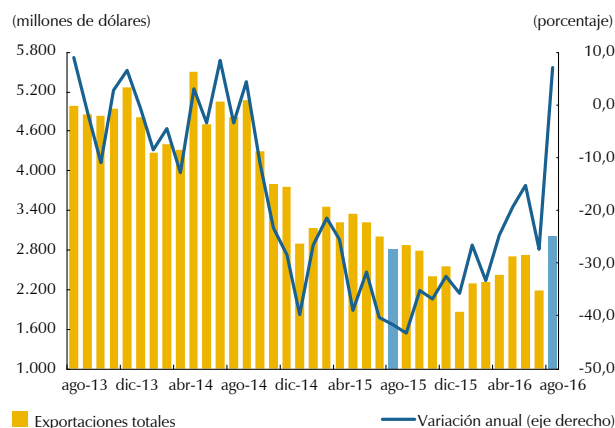
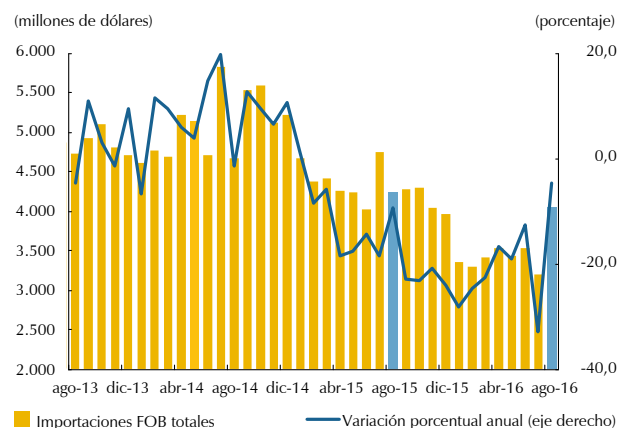


Gráfico 17
Importaciones FOB totales
(mensual)



EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES PARA EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2016 Y LO CORRIDO DEL TERCERO

Segundo trimestre:

Durante el segundo trimestre de 2016 se registró una caída de las exportaciones totales en dólares de 19,7% con respecto al año anterior, debido a menores ventas externas de bienes de origen minero e industriales, las cuales se contrajeron en 29,3% y 14,4% anual, respectivamente (Cuadro A). En el primer grupo se destaca la caída de las exportaciones de petróleo de 45,7% anual, principalmente como consecuencia de la reducción en el precio internacional (Brent), que registró en este período un nivel promedio de USD 15,5 por debajo del observado en el mismo período de 2015.

En cuanto a las exportaciones de bienes industriales, las más afectadas por destinos fueron las dirigidas a Venezuela, las cuales registraron una caída de 44,4%. A su vez, las ventas de bienes de este grupo hacia Ecuador se redujeron 36,7%. Por el contrario, las exportaciones industriales hacia la Unión Europea y los Estados Unidos crecieron 21,8% y 7,4%, respectivamente (Gráfico A).

Por su parte, las importaciones FOB en dólares cayeron 16,2% anual en el segundo trimestre, hecho explicado por una disminución en las compras externas en todos los grupos de productos, principalmente en los bienes de capital (-21,5%) y en los bienes intermedios (-14,4%) (Gráfico B).

Bimestre julio-agosto:

Durante el bimestre julio-agosto de 2016 las exportaciones en dólares mostraron una caída anual de 10,8%, debido a una disminución en las ventas externas de todos los grupos de bienes. La caída más fuerte se observó en las exportaciones de bienes de origen agrícola (-23,0%), provocada principalmente por la reducción de las ventas externas de café (-35,5%) (Cuadro B).

Con relación a las exportaciones industriales, entre julio y agosto se observó una disminución de las ventas externas de estos productos de 10,6% anual (Gráfico C). Lo anterior es reflejo de una caída significativa en las exportaciones no tradicionales hacia Venezuela (-42,9%) y la Unión Europea (-19,9%). Por su parte, las ventas de productos industriales hacia Ecuador y los Estados Unidos se redujeron levemente: 2,6% y 2,5%, en su orden.

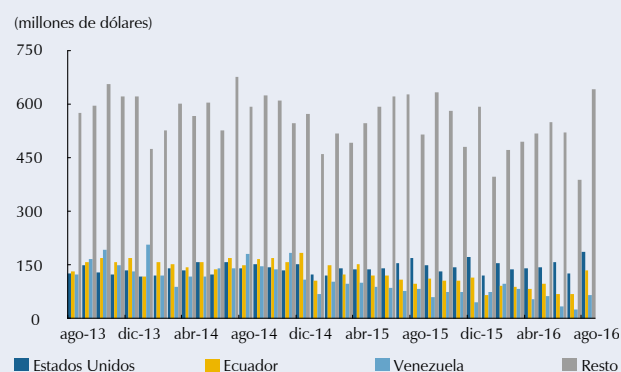
En este mismo período las importaciones FOB en dólares reportaron una contracción anual de 19,6%. Este comportamiento está asociado con caídas en el valor importado de todos los tipos de bienes, destacándose la reducción de 28,7% en los bienes de capital y de 15,2% en los bienes intermedios.

Cuadro A
Exportaciones e importaciones FOB en dólares para el segundo trimestre de 2016

Grupo	Variación anual	Rubro	Variación anual del rubro
Total exportaciones	(19,70)		
Bienes de origen minero	(29,30)	Petróleo crudo	(45,70)
Resto de exportaciones ^{a/} (Bienes industriales)	(14,40)	Productos químicos	(16,40)
		Vehículos	(22,70)
		Hacia Venezuela	(44,40)
		Hacia Ecuador	(36,70)
		Hacia Unión Europea	21,80
		Hacia Estados Unidos	7,40
Bienes de origen agrícola	17,20	Café	14,30
		Banano	37,60
		Flores	8,10
Total Importaciones	(16,20)		
Bienes de capital	(21,50)	Equipo de transporte	(26,50)
		Bienes de capital para la industria	(20,10)
Bienes intermedios	(14,40)	Materia primas para la industria	(9,50)
		Combustibles y lubricantes	(30,80)
Bienes de consumo	(12,30)	Bienes durables	(19,60)
		Bienes no durables	(4,60)

a/ Este grupo no incluye petróleo ni derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores.
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

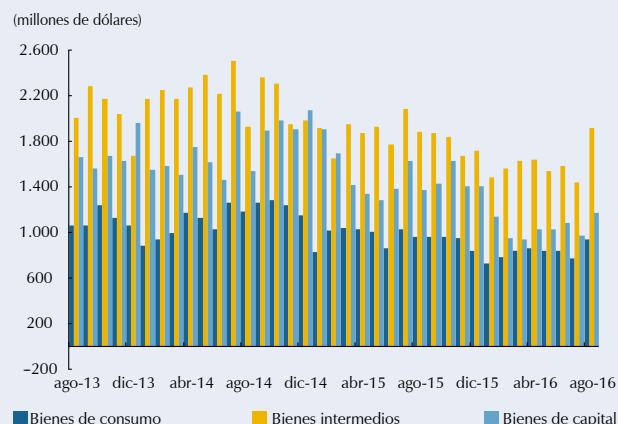
Gráfico A
Exportaciones industriales hacia los Estados Unidos,
Ecuador, Venezuela y resto^{a/}
(mensual)



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.

Finalmente, es pertinente mencionar que en el mes de julio se presentó una fuerte caída en el comportamiento mensual del valor de las exportaciones e importaciones en dólares para todos los grupos (Gráficos A, B y C). Parte de esta reducción puede ser atribuida al efecto que tuvo el paro camionero en el transporte interno del país, represando el comercio de bienes.

Gráfico B
Importaciones por tipo de bienes (FOB)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

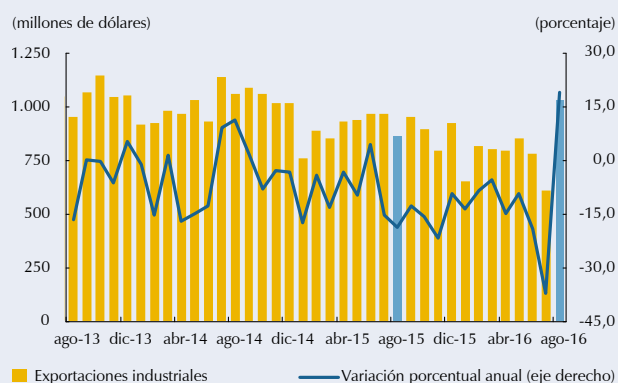
Una vez finalizado el paro, en agosto se apreció una importante recuperación de los valores de exportaciones e importaciones, lo que insinuaría una reversión parcial del choque de julio.

Cuadro B
Exportaciones e importaciones FOB en dólares para lo corrido del tercer trimestre de 2016

Grupo	Bimestre julio-agosto	
	Variación anual	Rubro
Total Exportaciones	(10,8)	
Bienes de origen agrícola	(23,0)	Café
		Banano
		Flores
Resto de exportaciones ^{a/} (Bienes industriales)	(10,6)	Productos químicos
		Alimentos, bebidas y tabaco
		Hacia Venezuela
		Hacia Unión Europea
		Hacia Ecuador
		Hacia Estados Unidos
Bienes de origen minero	(8,1)	Petróleo crudo
		Refinación del petróleo
Total Importaciones	(19,6)	
Bienes de capital	(28,7)	Equipo de transporte
		Bienes de capital para la industria
Bienes intermedios	(15,2)	Combustibles y lubricantes
		Materias primas para la industria
Bienes de consumo	(14,4)	Bienes durables
		Bienes no durables

a/ Este grupo no incluye petróleo ni derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano ni flores.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico C
Exportaciones industriales^{a/}
(mensual)



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.

Por otra parte, se espera que para el segundo semestre el ajuste anual del déficit de servicios no factoriales sea menor que el observado durante la primera mitad del año, en tanto que aumenten levemente los egresos netos por la renta factorial. Esto último debido al impacto que tiene sobre las utilidades la recuperación de los precios de los productos del sector mineroenergético. Lo anterior estaría parcialmente compensado por las menores utilidades de algunos sectores enfocados en la demanda interna, como resultado de una actividad económica menos dinámica.

Sumado a lo anterior, los ingresos netos por transferencias registrarían niveles superiores a los del mismo período del año anterior, debido particularmente al mayor crecimiento esperado en los Estados Unidos para la segunda mitad del año, y en menor medida en Europa (sección A de este capítulo).

En términos del financiamiento, para el segundo semestre de 2016 se estima que los flujos de IED continuarán llegando al país, pero en menor magnitud que lo observado en igual período un año atrás, en tanto que los recursos por inversiones de portafolio mantendrán niveles elevados, especialmente durante el tercer trimestre. La información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria⁶ muestra que en el tercer trimestre hubo un aumento considerable de los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado. Esto implica unos niveles de financiación por dicho concepto, en los primeros nueve meses del año, superiores a los registrados un año atrás. A lo anterior se suman recursos provenientes de colocaciones de bonos y créditos externos con la banca multilateral, obtenidos especialmente por entidades del sector público.

Para todo 2016 se estima un déficit en la cuenta corriente, que se ubicaría alrededor de 4,7% del PIB, con un valor aproximado de USD 13.200 m.

Al igual que en el *Informe* anterior, para todo 2016 se consideraron diferentes escenarios de pronóstico de balanza de pagos asociados con las condiciones y con la disponibilidad de financiamiento externo para la economía local, así como con los precios de los bienes básicos y con el crecimiento de los socios comerciales. Los distintos supuestos sobre estos factores determinan la amplitud del rango de proyección del déficit en la cuenta corriente. En el escenario central, la estimación del déficit de la cuenta corriente para todo 2016 es inferior a lo proyectado tres meses atrás, lo que implica un mayor ajuste del balance externo, en dólares y como porcentaje del PIB, en relación con lo registrado en 2015. Así, en el escenario más probable, el déficit de la cuenta corriente estaría alrededor de USD 13.223 m, correspondiente a 4,7% del PIB (Cuadro 3). Dicho pronóstico incorpora el efecto que tienen los precios de referencia de los productos básicos de exportación en diferentes cuentas del balance externo, así como los efectos de la desaceleración en la actividad económica colombiana, como se mostró en la primera parte de este capítulo.

6 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 dan alguna idea de su tendencia.

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

	2012	2013	2014 (pr)	2015 (pr)	2016 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C)	(11.214)	(12.122)	(19.459)	(18.938)	(13.223)
Porcentaje del PIB	(3,0)	(3,2)	(5,1)	(6,5)	(4,7)
A. Bienes y servicios	(840)	(2.664)	(11.300)	(18.231)	(14.168)
B. Ingreso Primario (Renta de los factores)	(14.994)	(14.187)	(12.634)	(5.825)	(4.533)
C. Ingresos Secundarios (Transferencias corrientes)	4.620	4.729	4.475	5.117	5.477
Cuenta Financiera (A + B + C + D)	(11.753)	(11.845)	(19.599)	(18.604)	(13.483)
Porcentaje del PIB	(3,2)	(3,1)	(5,2)	(6,4)	(4,8)
A. Inversión directa (ii-i)	(15.646)	(8.557)	(12.426)	(7.514)	(8.633)
i. Extranjera en Colombia (IED)	15.039	16.209	16.325	11.732	12.398
ii. Colombiana en el exterior	(606)	7.652	3.899	4.218	3.765
B. Inversión de cartera (1 + 2)	(5.690)	(6.978)	(11.654)	(9.532)	(4.330)
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	4.177	(3.257)	44	(1.974)	(756)
D. Activos de reserva	5.406	6.946	4.437	415	237
Errores y omisiones (E Y O)	(539)	277	(139)	334	(260)

(pr): preliminar; (proy): proyección.

Fuente: Banco de la República

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>.

Se estima para todo 2016 que el balance en el comercio de bienes continuaría siendo ampliamente deficitario, pero menor al registrado en 2015. Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás, se prevé una menor contracción de las exportaciones tradicionales, en particular por la revisión al alza del precio de los principales bienes básicos así como de los volúmenes despachados de carbón. Por el contrario, se revisó a la baja el pronóstico de crecimiento de las exportaciones no tradicionales, debido a la mayor desaceleración de estas ventas en lo corrido del año y por la revisión a la baja en el crecimiento de los principales socios comerciales.

Las importaciones en dólares en todo 2016 disminuirían frente a lo observado en 2015 (17,6% anual), comportamiento asociado con una importante reducción de las compras de insumos y bienes de capital para la industria, con una demanda interna menos dinámica, con alguna sustitución de importaciones y con reducciones de los precios en dólares de los bienes importados, en especial de los bienes intermedios. Frente a la proyección anterior, la caída de las compras externas es mayor, dado su comportamiento en el tercer trimestre del año y la mayor desaceleración estimada de la demanda interna para la segunda mitad de 2016.

La reducción del déficit comercial de bienes estaría acompañada de un menor balance deficitario del comercio de servicios, debido a los efectos de la depreciación acumulada del peso sobre el balance neto de algunos servicios relacionados con turismo, y por los menores pagos que se esperan por concepto de fletes asociados con la carga importada. En comparación con lo estimado un trimestre atrás, para

2016 se incrementó el déficit del comercio exterior de servicios, en parte por el efecto que tiene la recuperación del precio del petróleo sobre el valor de los fletes, así como el posible impacto positivo de una tasa de cambio menos depreciada sobre el gasto de los residentes en este tipo de servicios.

En cuanto a los egresos netos por renta de factores, para todo 2016 se espera que sean menores frente a los observados en 2015, debido en particular a las menores utilidades de las empresas del sector mineroenergético. A este comportamiento igualmente aportan en menor medida la reducción de las utilidades del resto de sectores. Con respecto a la proyección anterior, se redujo este déficit debido principalmente a la desaceleración proyectada de la actividad económica durante la segunda mitad del año.

Finalmente, teniendo en cuenta los distintos escenarios para las variables externas (sección A de este capítulo), se estima un rango de déficit entre -4,3% y -5,1% del PIB.

El ajuste en la cuenta corriente observado en 2016 continuaría en 2017, año en el cual el déficit se situaría cerca del 3,7% como proporción del PIB.

En cuanto al financiamiento, se espera que para todo 2016 los flujos de capital sean menores a los recibidos en 2015, afectados principalmente por los menores recursos netos de inversión de portafolio y otros préstamos y créditos externos. En particular se estiman menores recursos derivados de la colocación de bonos en los mercados internacionales, así como menores flujos de inversión hacia el mercado accionario local. En el caso de las compras de TES por parte de inversionistas extranjeros, estas alcanzarían niveles superiores a los registrados en 2015.

Para los flujos de inversión extranjera directa neta en Colombia se espera un incremento del 15% frente a lo observado un año atrás, producto de los recursos provenientes de la venta de Isagén y la menor inversión de colombianos en el exterior. Lo anterior es compensado parcialmente con las menores inversiones por IED para todos los sectores en general, pero en mayor medida para los de petróleo y minería debido a las fuertes reducciones en los precios de dichos productos.

La corrección del desbalance externo iniciada en 2016 debe continuar en 2017. Para este año se proyecta un déficit en la cuenta corriente en torno a 3,7% del PIB, en un escenario central que recoge los supuestos presentados en la primera parte de este capítulo. Esto estaría asociado principalmente con una disminución del déficit de la balanza comercial de bienes, gracias al mejor panorama para los precios de los principales productos de exportación, y con la recuperación prevista de los socios comerciales, a lo que se sumaría una leve reducción de las importaciones. Se espera que el déficit comercial de servicios alcance niveles levemente inferiores a los de 2016, resultado que es coherente con el crecimiento económico esperado para la economía colombiana, según se discute en el capítulo IV de este *Informe*. Por concepto de renta factorial, se esperan mayores egresos netos debido, por un lado, a los mayores pagos por intereses de la deuda externa y, por el otro, al incremento de las utilidades de las empresas extranjeras que operan en el sector mineroenergético, dadas las mejores perspectivas para los precios internacionales del petróleo y el carbón.

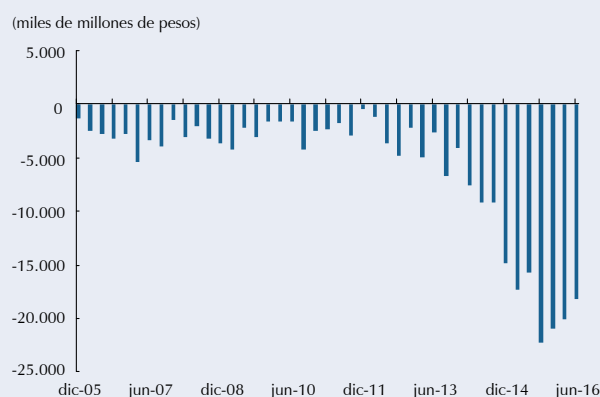
Recuadro 1

NATURALEZA DE LA CORRECCIÓN DEL DÉFICIT EN LA BALANZA COMERCIAL

Juan Pablo Cote B.*

El comportamiento del balance externo en pesos corrientes ha estado caracterizado por una reducción del déficit de la balanza comercial de bienes y servicios desde el último trimestre de 2015 (Gráfico R1.1). Como se señaló en el *Informe* anterior, a la disminución del déficit en la balanza de bienes han contribuido importantes caídas en las importaciones en dólares, que han compensado el efecto de la reducción en las exportaciones. El menor déficit en la balanza de servicios se explica, a su vez, por reducciones significativas en las importaciones de servicios, especialmente de aquellos dirigidos al sector mineroenergético.

Gráfico R1.1
Balanza comercial (cuentas nacionales)



Fuente: DANE.

La naturaleza de este ajuste en la balanza comercial puede obedecer a dos razones: un ajuste real, vía cantidades exportadas e importadas, o un ajuste de los precios, que induce modificaciones en los términos de intercambio. En este sentido, identificar las razones del cierre en el déficit comercial es relevante, pues permite conocer en qué medida el ajuste corresponde a correcciones reales que contribuyen a contrarrestar el efecto del choque negativo a los términos de intercambio (que inició en el segundo semestre de 2014 y se profundizó durante 2015) sobre el desbalance externo, aislando este efecto del generado por las fluctuaciones de los precios. En realidad, durante el primer semestre del año los términos de intercambio se recuperaron de modo parcial debido, principalmente, al incremento que experimentaron los precios del petróleo durante el mismo período, por lo

que el cierre en el déficit puede tener algún componente relacionado con este hecho.

Algebraicamente, es posible decomponer el cambio en la balanza comercial en las dos partes señaladas: una, que obedece solamente a cambios en los precios de los bienes y servicios exportados e importados, y otra que depende solo de cambios en las cantidades exportadas e importadas. Se parte de la definición de balanza comercial, así:

$$BC = P_X X - P_M M$$

donde $P_X X$ es el valor exportado y $P_M M$ el valor importado, de manera que $P_X (P_M)$ es alguna medida del precio de los bienes y servicios exportados (importados) y $X (M)$ lo es de las cantidades exportadas (importadas).

Denominando ΔBC al cambio en la balanza comercial, se obtiene:

$$\begin{aligned} \Delta BC &= (P_X X - P_M M) - (P_{X0} X_0 - P_{M0} M_0) \\ &= \left[P_X X \left(\frac{P_X - P_{X0}}{P_X} \right) - P_M M \left(\frac{P_M - P_{M0}}{P_M} \right) \right] + \left[P_{X0} X_0 \left(\frac{X - X_0}{X_0} \right) - P_{M0} M_0 \left(\frac{M - M_0}{M_0} \right) \right] \end{aligned}$$

donde el subíndice 0 indica que se trata del valor inicial de la variable. El primer paréntesis cuadrado puede interpretarse como el efecto de variaciones en los términos de intercambio sobre la balanza comercial, pues es no nulo únicamente si existen cambios en los precios de los bienes y/o servicios exportados o importados de un período a otro. Asimismo, el segundo paréntesis cuadrado corresponde al efecto de cambios en las cantidades exportadas o importadas sobre la balanza comercial.

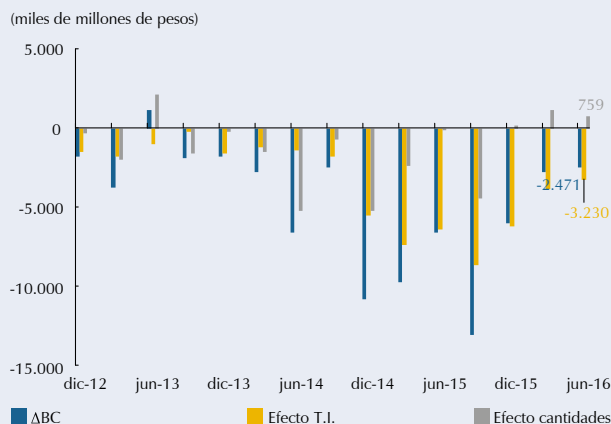
El Gráfico R1.2 muestra el resultado de esta descomposición para las variaciones anuales en la balanza comercial con datos al segundo trimestre de 2016, utilizando dos metodologías:

- En el panel A se utilizan las cifras de exportaciones e importaciones nominales y reales de las cuentas nacionales del DANE medidas en pesos. Estos datos incluyen comercio de bienes y servicios. Las variaciones en los precios correspondientes al efecto de los términos de intercambio se construyeron a partir de los deflatores implícitos de las exportaciones e importaciones.
- En el panel B se utilizan las cifras de exportaciones e importaciones de la DIAN, que solo incluyen comercio de bienes, medidas en dólares. Como aproximación a las variables de precios, se utilizaron los índices de precios de comercio exterior según la metodología propuesta

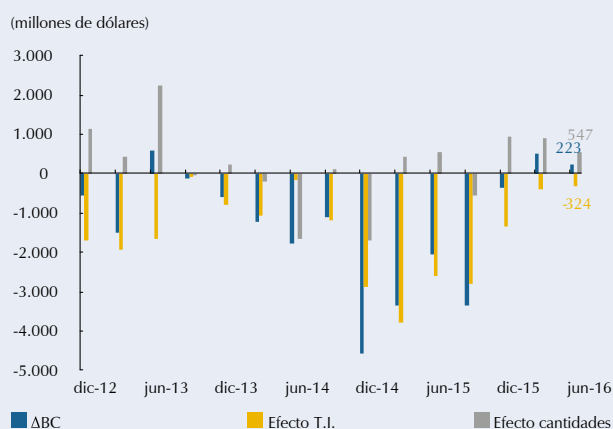
* El autor es profesional del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones aquí expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Gráfico R1.2
Descomposición del cambio en la balanza comercial
(variación anual)

A. Cuentas nacionales



B. Metodología comercio



Fuente: DANE, DIAN; cálculos del Banco de la República.

por Garavito, López y Montes (2011)¹. Utilizando estos índices, se construyeron las series de exportaciones e importaciones reales para aproximar el efecto de cambios en las cantidades.

Es importante notar, primero, que bajo la metodología de cuentas nacionales los cálculos de la variación anual de la balanza comercial muestran una ampliación del déficit para los dos primeros trimestres de 2016, pero también que esta se viene reduciendo desde el tercer trimestre del año anterior. En el caso de la metodología de comercio, las cifras muestran una reducción del déficit en 2016, que corres-

ponde a variaciones positivas de la balanza comercial en la primera mitad del año.

Sin embargo, en ambos casos los resultados de los ejercicios indican que la corrección del déficit durante los dos primeros trimestres de 2016 se explica por el efecto de cambio en las cantidades. De hecho, las descomposiciones señalan que en ambos trimestres el efecto de los términos de intercambio contribuyó negativamente al déficit comercial. Por ejemplo, si se considera la metodología de comercio, el déficit de la balanza comercial en el segundo trimestre de 2016 se cerró en USD 223 millones con respecto al mismo trimestre de 2015. No obstante, el efecto del deterioro en los términos de intercambio² en este período fue negativo, lo cual generó (todo lo demás constante) una ampliación del déficit comercial de USD 324 millones. Finalmente, el efecto de cambios en las cantidades exportadas e importadas contribuyó al cierre del déficit en USD 547 millones, contrarrestando y superando el efecto negativo de los términos de intercambio sobre la balanza comercial.

En síntesis, los cálculos aquí presentados sugieren que la corrección en el déficit comercial en los dos primeros trimestres de 2016 obedecería, principalmente, a un ajuste de las cantidades exportadas e importadas, lo cual sería consistente con una disminución en la demanda real por importaciones. Ello, además, sería señal de que aunque un componente de las exportaciones reales continúa cayendo, como indican algunas cifras del primer semestre del año³, las menores importaciones reales de bienes y servicios parecen superar este efecto y contribuir al cierre del desbalance externo.

1 Garavito, A., López, D. y Montes, E. (2011). "Aproximación a los índices de valor unitario y quantum del comercio exterior colombiano", núm. 680, Borradores de Economía, Banco de la República.

2 Pese a su recuperación parcial, al segundo trimestre de 2016 los términos de intercambio todavía exhibían niveles inferiores a los observados un año atrás.

3 Durante el primer semestre de 2016, los índices de cantidades de las exportaciones de productos de origen minero y del grupo resto (construidos según la metodología de Garavito et al., 2011) presentaron disminuciones con respecto al mismo período del año anterior.

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

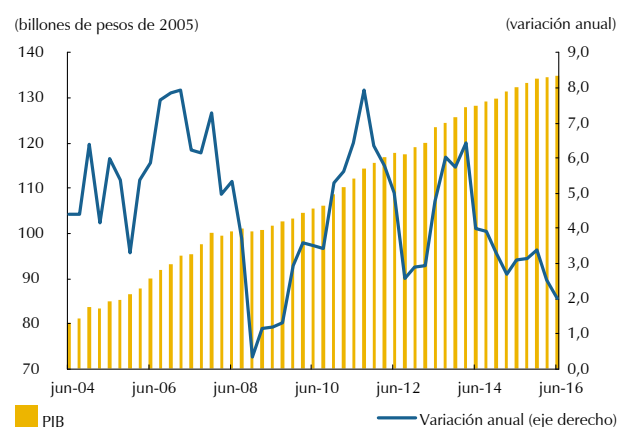
En el segundo trimestre la economía colombiana continuó ajustándose al choque de los términos de intercambio y a la menor dinámica del ingreso nacional y se expandió 2,0%, una cifra inferior a la prevista.

Por ramas de actividad se destacó el dinamismo de la industria y de los servicios financieros. Por el contrario, la actividad minera mostró una contracción significativa.

La información disponible para el tercer trimestre sugiere que la actividad económica se habría expandido a un ritmo inferior al registrado durante la primera mitad del año. Se espera una desaceleración adicional de la demanda interna.

A. COMPORTAMIENTO DEL PIB DURANTE EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2016

Gráfico 18
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

De acuerdo con la información más reciente de las estadísticas del PIB, publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), durante el segundo trimestre de 2016 la economía colombiana se expandió 2,0% anual (Gráfico 18), cifra inferior al punto medio del rango de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 2,0% y 3,2%, con 2,6% como tasa más probable). Este crecimiento representó una desaceleración adicional con respecto al registro del primer trimestre del año. El incremento entre trimestres fue de 0,2%, lo que correspondió a una variación trimestral anualizada de 0,8%.

Esta desaceleración indica que la economía colombiana continuó ajustándose a unos niveles más bajos de los términos de intercambio y del ingreso nacional

La economía colombiana continuó ajustándose a unos niveles más bajos de los términos de intercambio y del ingreso nacional bruto.

bruto disponible que empezaron desde la caída de los precios del petróleo. Además, este panorama ha coincidido con un desempeño de las economías de nuestros principales socios comerciales más débil que el previsto y con unos precios de los bienes básicos exportados por Colombia que se mantuvieron estables, pero en niveles bajos con respecto al mismo trimestre de 2015.

La desaceleración también ocurrió en un contexto de choques de oferta temporales en el sector transportador, debido al paro camionero que inició el 6 de junio y se prolongó hasta el 22 de julio. Este evento generó presiones sobre los precios al consumidor (en particular sobre la canasta de alimentos) adicionales a las ya provenientes de los efectos rezagados del fenómeno de El Niño, lo que habría profundizado el deterioro del poder adquisitivo de los ingresos de los hogares, propiciando ajustes en sus planes de consumo e inversión. Además, si bien el nivel de tasa de cambio nominal se mantuvo estable a lo largo del trimestre, los efectos de la depreciación acumulada del peso habrían continuado aumentando el precio relativo los bienes transables frente a los no transables. Lo anterior es consistente con el ajuste real observado para el caso de la demanda interna intensiva en bienes importados.

Todo lo anterior tuvo consecuencias sobre la dinámica de la demanda interna, rubro para el cual también se registró una desaceleración con respecto a lo observado en trimestres anteriores. De manera análoga a como sucedió a principios de 2016, los mayores ajustes se registraron en la formación bruta de capital. El consumo agregado también mostró un menor crecimiento que en el pasado (Cuadro 4).

Al analizar en detalle los componentes de la demanda, se observó un debilitamiento del consumo privado. En este sentido, los incrementos sostenidos hasta junio del nivel de precios de la canasta de consumo habrían restado poder adquisitivo de los ingresos de las familias, y en consecuencia, mermado el crecimiento del consumo de bienes no durables, de semidurables, y de servicios. Asimismo, el consumo de bienes durables se contrajo a un ritmo similar al del primer trimestre, siendo esto consistente con la depreciación del peso frente al dólar y con el endurecimiento de las condiciones de financiamiento interno. El consumo público se expandió a un ritmo algo mayor que el de meses anteriores, aunque a una tasa menor que la observada para el agregado de 2015.

El consumo de los hogares mostró una desaceleración, en donde se destaca la deterioro del gasto en bienes durables.

En el segundo trimestre la inversión registró un retroceso en términos anuales, que se sumó al observado a comienzos de año, y que puede atribuirse, en buena parte, al final del auge de los precios de los *commodities* y a la depreciación del peso. Adicionalmente, esta caída es consistente con el ajuste que se ha venido observando en el déficit en la cuenta corriente (capítulo I). Así lo evidenciaron las caídas en los renglones de equipo de transporte y de maquinaria y equipo. La inversión en construcción (tanto de edificaciones como de obras civiles) tuvo un desempeño mediocre, en gran medida por una alta base de comparación en el mismo período de 2015.

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2015				2015	2016	
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	II trim.
Consumo total	4,4	3,7	4,3	3,3	3,9	3,1	2,5
Consumo de hogares	4,6	3,7	4,3	2,8	3,8	3,5	2,6
Bienes no durables	4,1	4,0	4,7	3,7	4,1	3,7	3,4
Bienes semidurables	5,8	2,9	6,9	3,1	4,6	3,9	3,0
Bienes durables	10,3	2,7	(7,0)	(12,0)	(2,0)	(4,8)	(4,8)
Servicios	4,4	4,1	4,5	3,8	4,2	4,3	2,9
Consumo final del Gobierno	2,2	2,3	3,1	3,8	2,8	1,6	2,0
Formación bruta de capital	5,2	1,3	3,9	0,3	2,6	(2,6)	(2,3)
Formación bruta de capital fijo	5,9	4,3	1,0	0,1	2,8	(3,0)	(1,8)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(6,8)	(1,9)	0,9	2,5	(1,5)	(0,7)	0,0
Maquinaria y equipo	0,7	(1,9)	(0,2)	(5,5)	(1,8)	(10,3)	(5,5)
Equipo de transporte	29,6	12,8	8,6	(5,9)	9,4	(18,9)	(6,9)
Construcción y edificaciones	2,1	10,1	(8,2)	8,1	2,7	11,5	2,8
Obras civiles	3,5	6,2	7,0	4,2	5,2	0,4	(0,4)
Servicios	1,2	4,7	(3,7)	1,5	0,9	1,9	0,3
Demanda interna	4,3	3,3	4,3	2,5	3,6	1,7	1,3
Exportaciones totales	4,5	1,2	(3,9)	(3,9)	(0,7)	2,6	3,6
Importaciones totales	9,9	1,2	8,4	(3,1)	3,9	(0,8)	0,7
PIB	2,7	3,1	3,1	3,4	3,1	2,5	2,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Finalmente, las exportaciones netas contribuyeron positivamente a la expansión del PIB, aunque en una magnitud menor que la correspondiente al primer trimestre. El crecimiento de las ventas al exterior se aceleró, en especial por el buen desempeño de las ventas de servicios y de bienes no tradicionales. En contraste, las exportaciones de bienes básicos, en particular las minero energéticas, cayeron en términos reales. Por su parte, las importaciones reales registraron un desempeño mediocre, incluso contando con una baja base de comparación en el mismo trimestre del año pasado. Los mayores retrocesos se registraron en las importaciones de bienes de capital y en las de bienes de consumo durable, reflejando el comportamiento del componente de la demanda interna intensiva en bienes importados.

Por el lado de la oferta, los sectores que presentaron un mayor crecimiento económico durante el segundo trimestre de 2016 fueron, en su orden, la industria (+6,0%) y los servicios financieros (+4,6%) (Cuadro 5). Por el contrario, las actividades relacionadas con la agricultura (-0,1%), los suministros de electricidad, gas y agua (-0,8%) y la minería (-7,1%) se contrajeron. Adicionalmente, el transporte (+0,1%) y el comercio (+1,4%) presentaron un comportamiento débil. Es importante mencionar que el desempeño sectorial estuvo influenciado por un efecto rezagado del fenómeno de El Niño, así como por el choque de oferta debido al paro camionero, cuya duración fue de casi mes y medio y comenzó en junio.

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

	2015				2015	2016	
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	II trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,2	2,4	3,0	5,8	3,3	0,7	-0,1
Explotación de minas y canteras	0,4	4,2	-0,5	-1,5	0,6	-4,6	-7,1
Industria manufacturera	-2,0	-0,1	3,2	3,9	1,2	5,3	6,0
Electricidad, gas y agua	2,5	1,6	3,8	3,8	2,9	2,9	-0,8
Construcción	3,1	8,1	0,2	4,6	3,9	5,2	1,0
Edificaciones	1,4	9,0	-7,9	7,1	2,1	10,9	2,8
Obras civiles	4,7	6,5	7,1	3,2	5,4	0,4	-0,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4,6	3,5	4,7	3,8	4,1	2,7	1,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	2,6	0,4	2,2	0,7	1,4	1,8	0,1
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	4,8	3,8	4,2	4,3	4,3	3,8	4,6
Servicios sociales, comunales y personales	2,4	2,5	3,4	3,5	2,9	1,7	2,3
Subtotal valor agregado	2,5	2,9	3,0	3,4	3,0	2,5	1,9
Impuestos menos subsidios	4,1	4,0	4,6	3,4	4,0	2,3	2,8
PIB	2,7	3,1	3,1	3,4	3,1	2,5	2,0

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Nuevamente la industria reportó un desempeño por encima del de la economía en su conjunto, lo que obedece, en gran medida, al crecimiento de la producción de la refinación del petróleo (28,8%), que ha visto incrementado significativamente su valor agregado debido a la operación de Reficar, que se encontraba cerrada hace un año, mientras se efectuaba su modernización y ampliación. Al excluir la refinación, las industrias restantes tuvieron una expansión anual de 2,9%, en donde se destacan las ramas de elaboración de bebidas (14,2%) y de productos metalúrgicos (8,6%).

Otro sector que mostró un dinamismo importante fueron los servicios financieros, cuya participación dentro del PIB es cercana al 20%. El Agregado sectorial mostró una expansión de 4,6%, que se explica, principalmente, por un crecimiento de 10,1% de la intermediación financiera y por un aumento del 3,1% en las actividades inmobiliarias y de alquiler de vivienda.

En contraste, la actividad agrícola presentó un retroceso de 0,1% en términos anuales. Este resultado se debe a la disminución anual de 3,2% de los productos agrícolas diferentes a café, específicamente de los cultivos transitorios y permanentes, que cayeron 6,4% y 2,6%, en su orden. Dentro de los primeros es importante señalar el deterioro de materias vegetales (-38,2%) y del grupo de legumbres y tubérculos (-5,7%), mientras que en los segundos las caídas más representativas provienen de caña de azúcar (-8,4%), frutas y nueces (-7,5%) y semillas y frutos oleaginosos (-7,2%). Por otra parte, el valor agregado de la actividad cafetera y

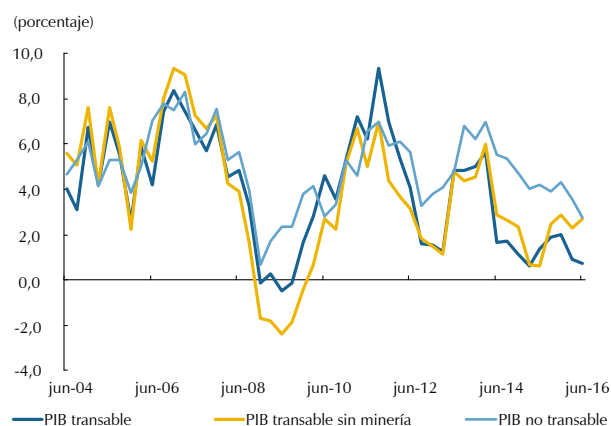
del grupo de animales vivos fue 0,5% y 3,4%, respectivamente. Hacia el final del trimestre el paro camionero pudo haber generado un efecto negativo sobre el comportamiento de este sector, el cual podría verse acentuado para el siguiente trimestre, puesto que dicho evento terminó en julio.

En lo que respecta a la minería, por cuarta vez consecutiva en el segundo trimestre se observó una contracción anual de la producción sectorial. Este sector mostró una contracción de 7,1%, siendo la rama que mayor deterioro registra en lo corrido del año. En esta oportunidad el resultado se explica en especial por la significativa caída de la producción de petróleo (-11,2%) y la disminución de minerales no metálicos (-2,8%).

Por último, los suministros de electricidad, gas y agua también mostraron un deterioro, al contraerse 0,8% durante el segundo trimestre del año. El comportamiento de este sector se explica, en parte, por el impacto del fenómeno de El Niño y las medidas de ahorro de agua y energía que se decretaron durante dicho período. Además, y directamente relacionado con el paro camionero, la actividad de transporte mostró un crecimiento casi nulo (0,1%).

En ese entorno tanto el PIB transable como el no transable se desaceleraron. Así, el primero pasó de crecer a una tasa anual de 0,9% a una de 0,7% entre el primer y segundo trimestres de 2016. Al excluir la minería, el PIB del resto de sectores transables mostró una expansión de 2,7% (frente a 2,3% un trimestre atrás). Por su parte, el PIB no transable presentó una expansión anual de 2,8% en el segundo trimestre de 2016, luego de registrar un crecimiento de 3,6% en los primeros tres meses del año (Gráfico 19).

Gráfico 19
PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables
(crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

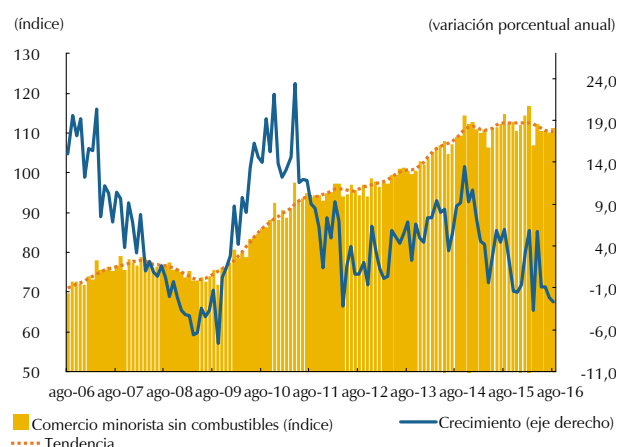
B. EL PIB DEL TERCER TRIMESTRE DE 2016

A principios de la segunda mitad de 2016, y en particular durante el tercer trimestre, la economía colombiana habría continuado ajustándose a los niveles más bajos de ingreso y de términos de intercambio. La información disponible sugiere que el crecimiento en este período sería menor que en el primer semestre del año. A dicha desaceleración, además, contribuyó el choque de oferta originado en el paro de transporte, cuyos efectos se sintieron especialmente en julio, y fueron más fuertes que lo esperado, revirtiéndose solo de manera parcial en agosto.

En estos meses la economía colombiana siguió afectada por una demanda externa muy débil, menor que la prevista, y por unos términos de intercambio que, aunque se recuperaron un poco en meses recientes, se mantuvieron en niveles relativamente bajos y menores que los observados en promedio para 2015.

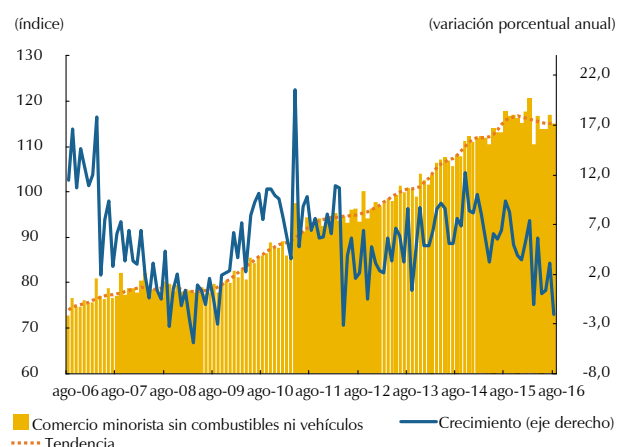
Durante el tercer trimestre el ajuste de la demanda interna habría ocurrido principalmente por una caída de la formación bruta de capital, la cual habría estado acompañada por una desaceleración adicional del consumo total. Por su parte, las exportaciones netas habrían contribuido a la expansión del producto, sobre todo debido a una contracción importante de las importaciones, lo que sugiere que la economía ha continuado sustituyendo parte de la oferta externa por producción nacional.

Gráfico 20
Encuesta mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles,
desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 21
Encuesta mensual del comercio al por menor
(total comercio minorista sin combustibles ni vehículos
automotores, desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

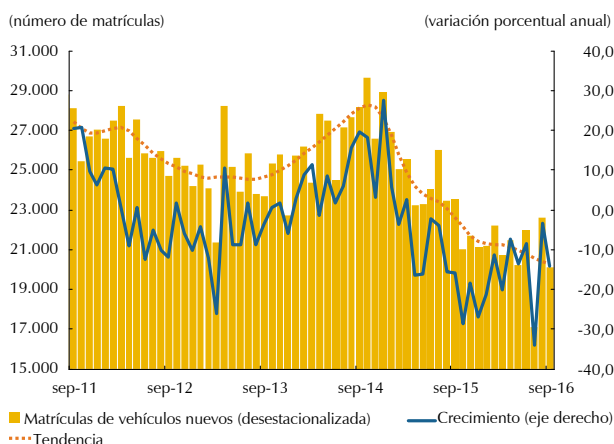
Estos pronósticos se sustentan en la información extraída de los resultados de los indicadores coyunturales. En agosto las ventas reales al por menor (sin combustibles) de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del DANE cayeron 2,7% frente al mismo mes del año pasado. El agregado del bimestre julio-agosto registró una disminución anual de 2,4%, mostrando un desempeño más bajo que el del segundo trimestre, cuando el índice se expandió 1,2% (Gráfico 20). Cuando se descuentan las ventas de vehículos, el índice del agregado restante se contrajo 2,1% anual en el mismo mes (Gráfico 21). Para el bimestre, la tasa de crecimiento de la serie, con un 0,4% anual, significó una desaceleración cuando se compara con el 1,9% del trimestre abril-junio.

Por su parte, el índice de ventas de vehículos automotores y motocicletas de la EMCM cayó 5,8% anual en agosto. El agregado para el bimestre registró una contracción de 16,6% anual, más profunda que el -2,7% observado durante el segundo trimestre. El mal desempeño de las ventas de vehículos se confirma con las cifras de registros de matrículas publicadas por el Comité Automotor Colombiano⁷, según las cuales se observó una caída de 14,0% anual en septiembre. Con esto, el agregado del tercer trimestre se redujo 17,9%, caída también más fuerte que el -9,8% del segundo trimestre (Gráfico 22). El mal desempeño de los registros de matrículas se registró tanto en el renglón de uso particular (consumo durable) como en el de uso comercial (inversión en equipo de transporte), similares en ambos segmentos del mercado.

Es importante señalar que el mal desempeño a agosto de las ventas al por menor se ha concentrado en las de bienes durables, y si bien las de semidurables y no

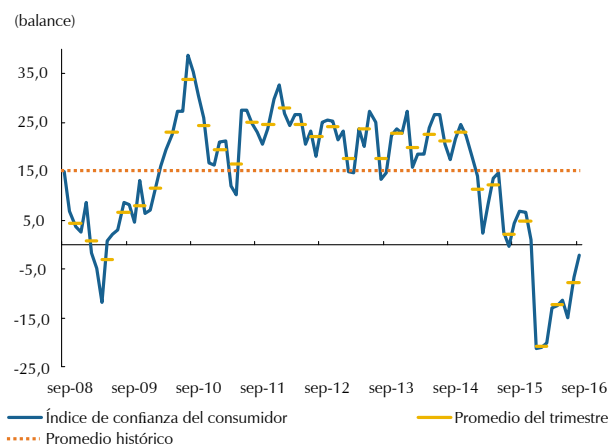
7 Integrado por la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco), la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), y la firma consultora Econometría S.A.

Gráfico 22
Registro de matrículas de vehículos nuevos
(serie desestacionalizada)



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

Gráfico 23
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

durables han sido más dinámicas, también se han desacelerado con respecto al registro de meses anteriores. Así las cosas, de mantenerse un crecimiento positivo de las ventas de servicios, el equipo técnico del Banco de la República proyecta para el tercer trimestre una expansión positiva del consumo privado, aunque menor que la observada en el segundo trimestre (2,6%).

Los indicadores auxiliares de confianza apoyan este pronóstico. En septiembre el índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo aumentó de nuevo, aunque continúa por debajo de los niveles observados un año atrás y del promedio calculado para la serie desde noviembre de 2001 (Gráfico 23). Asimismo, el balance de ventas de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República con corte a agosto también apunta en la misma dirección. Así, lo anterior sugeriría un crecimiento del consumo privado que a lo largo del tercer trimestre se habría mantenido por debajo del registro del agregado para la primera mitad del año y del promedio para todo 2015.

El menor ritmo de crecimiento del consumo de los hogares esperado para el tercer trimestre del año se sustenta también en una expansión más moderada del crédito en términos reales en meses recientes, y en una mayor transmisión del aumento de la tasa de interés de referencia hacia las de mercado. En particular, las expansiones de la cartera de consumo real y de los desembolsos se están dando a ritmos por debajo de sus promedios históricos. Además, las tasas de interés reales (deflactadas por el índice de precios al consumidor) continúan aumentando en el margen. A pesar de la

moderación de la inflación, estas alzas suponen una limitación a la expansión del ingreso disponible real de los hogares.

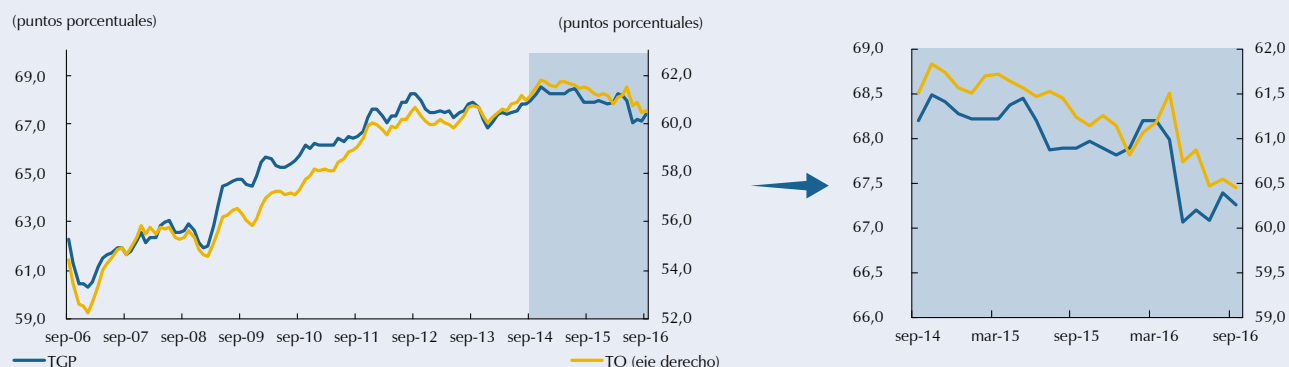
Los indicadores relacionados con la formación bruta de capital fijo sugieren que entre julio y septiembre la inversión (distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles) habría caído a un mayor ritmo que en el segundo trimestre. La dinámica de las importaciones de bienes de capital según el DANE y la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) a septiembre (llevadas a pesos reales) permite prever caídas de la inversión de maquinaria y de equipo de transporte en el tercer trimestre de 2016 (Gráfico 24). Asimismo, el balance de expectativas de inversión de la EMEE de agosto continúa en niveles bajos, lo que no sugiere mejoras en el desempeño de la formación bruta de capital fijo, sin construcción de edificaciones ni de obras civiles. Lo anterior, en un contexto donde los bajos precios de los bienes básicos seguirían desincentivando la inversión en sectores

COMPORTAMIENTO DEL MERCADO LABORAL DURANTE EL TERCER TRIMESTRE DE 2016

Durante el tercer trimestre de 2016 continuó el deterioro de algunos indicadores del mercado laboral, aunque en menor magnitud que lo esperado. En particular, se observó un incremento de la tasa de desempleo (TD), el cual se fundamenta en una caída de la tasa de ocupación (TO). El que no se hayan observado incrementos mayores de la TD se debe a que la tasa global de participación también mostró algunas disminuciones (Gráfico A).

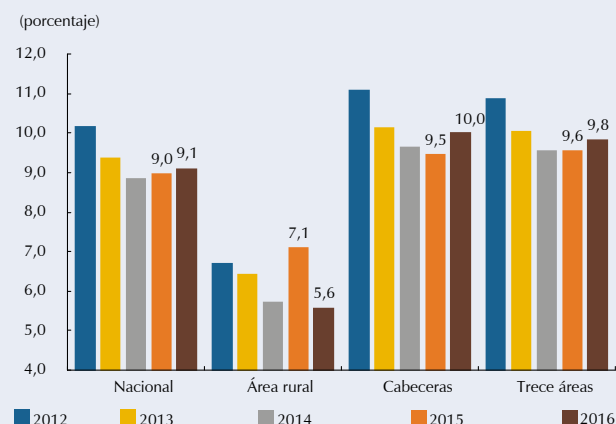
La TD en el trimestre móvil terminado en septiembre aumentó con respecto al mismo período del año anterior, ubicándose en 9,1% para el total nacional, en 10% en las cabeceras urbanas y 9,8% en las trece principales áreas metropolitanas. Por otro lado, en las áreas rurales y en este mismo período la TD se redujo anualmente, al ubicarse en 5,6% (Gráfico B).

Gráfico A
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(desestacionalizadas, trece áreas)



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico B
Tasa de desempleo
(trimestre móvil julio-agosto-septiembre)



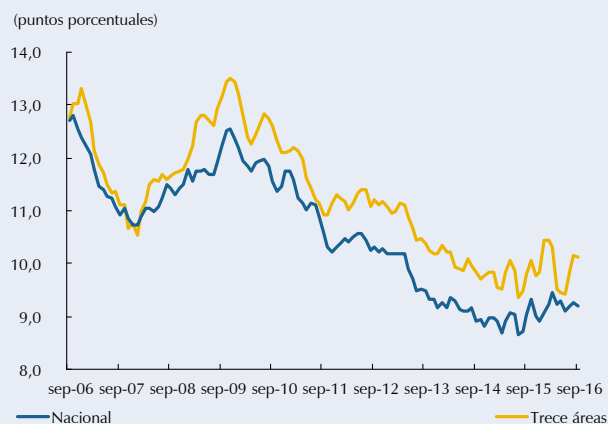
Fuente: DANE (GEIH).

Al descontar el efecto estacional¹, y con información del trimestre móvil terminado en septiembre, las TD nacional y de las trece áreas siguen mostrando una tendencia leve al alza (Gráfico C). Cabe resaltar que la TD de las trece áreas ha mostrado un comportamiento volátil en el último año, lo que hace difícil identificar con claridad su tendencia.

Con respecto a la TO, su disminución se debe a una desaceleración del crecimiento del número de ocupados, que en el trimestre móvil terminado en septiembre creció un 0,7% anual para el total nacional y 0,2% en las trece áreas

1 A partir de este informe mostraremos algunas series desestacionalizadas publicadas por el DANE. Estas no difieren significativamente de las que se mostraron en el pasado.

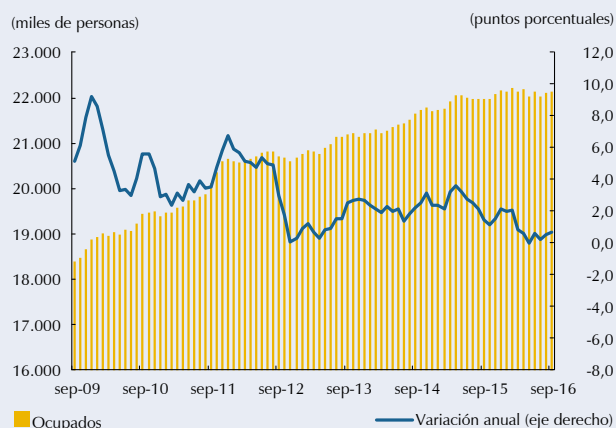
Gráfico C
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



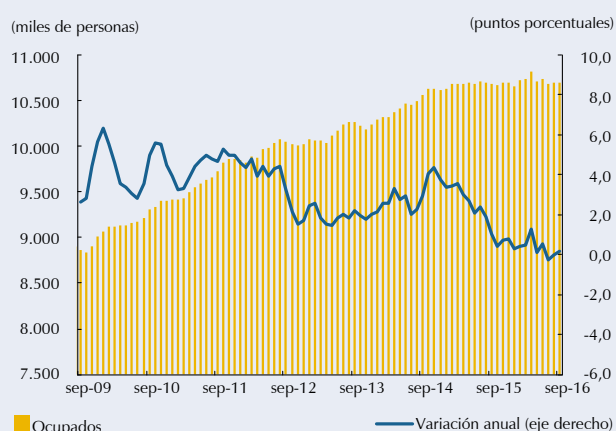
Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico D
Número de ocupados y variación anual

1. Total nacional

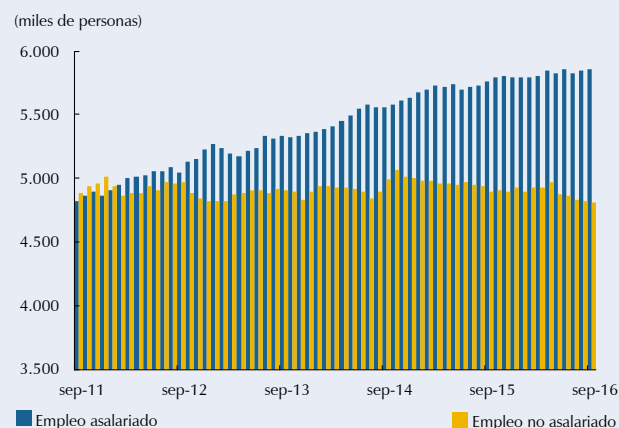


2. Trece principales áreas metropolitanas



Fuente: DANE (GEIH).

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



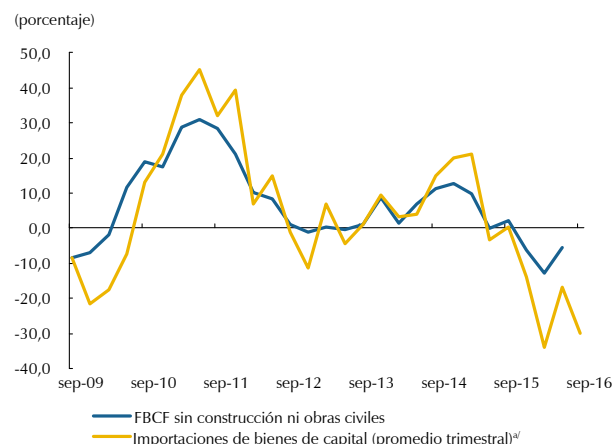
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

(Gráfico D, paneles A y B). De hecho, el mal desempeño de la TO es el resultado de un estancamiento del número de ocupados, tanto para el total nacional como para el de las trece áreas, el cual ya completa cerca de nueve y veinte meses, respectivamente.

La menor tasa de crecimiento del empleo nacional y de las trece áreas se debe a los trabajadores no asalariados, pues los asalariados continuaron creciendo. En el trimestre móvil junio-septiembre los segundos crecieron a una tasa anual de 1,7%, mientras que los no asalariados cayeron 1,6% (Gráfico E).

Este estancamiento del empleo ha sido coherente con la desaceleración observada de la actividad económica. Sin embargo, el deterioro ha sido menor que el esperado. De continuar esta desaceleración, la menor dinámica del mercado laboral podría acentuarse.

Gráfico 24
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 de junio de 2016 corresponde a una proyección utilizando las cifras preliminares de la DIAN.
a/ Cifras llevadas a términos reales mediante cálculos del Banco de la República.
Fuente: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior).

como el petrolero y minero, y la depreciación de la tasa de cambio nominal siguió golpeando las decisiones de gasto en bienes de capital a mediano y largo plazos, tanto en el sector minero energético como en otros sectores.

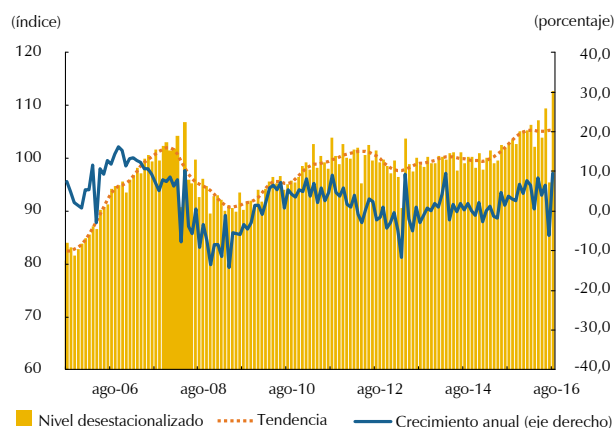
Para el agregado de la inversión en construcción se prevé un crecimiento superior al del resto de rubros que componen el PIB. En obras civiles, en particular, se proyecta una expansión importante, en parte por una baja base de comparación durante el tercer trimestre de 2015, así como por alguna recuperación del nivel de ejecución de los gobiernos locales y regionales durante la segunda mitad del año. En contraste, para las edificaciones se espera un crecimiento mediocre, afín con las dinámicas de la producción de cemento y de las licencias de construcción.

En materia de comercio exterior, la expansión de las exportaciones reales habría continuado durante el tercer trimestre. Esto se infiere de las cifras de exportaciones en dólares a septiembre llevadas a pesos constantes (en particular las no tradicionales), y por el buen desempeño esperado de las exportaciones de servicios. El dinamismo de estos dos renglones habría compensado parcialmente el retroceso previsto de las exportaciones tradicionales, en particular de las de origen minero. Para las importaciones reales se prevé una fuerte contracción. Al llevar las cifras de compras al exterior en dólares a pesos constantes, se aprecian caídas para el agregado del tercer trimestre consistentes con el ajuste de la demanda por bienes de capital y de consumo durable importados.

Por el lado de la oferta, la información disponible también apunta a un desempeño menos favorable para el tercer trimestre de 2016 que lo observado en la primera mitad del año. Con estos indicadores también se observó un choque significativo en julio por cuenta del paro camionero, el cual fue compensado solo de manera parcial por la recuperación de estos en agosto y septiembre.

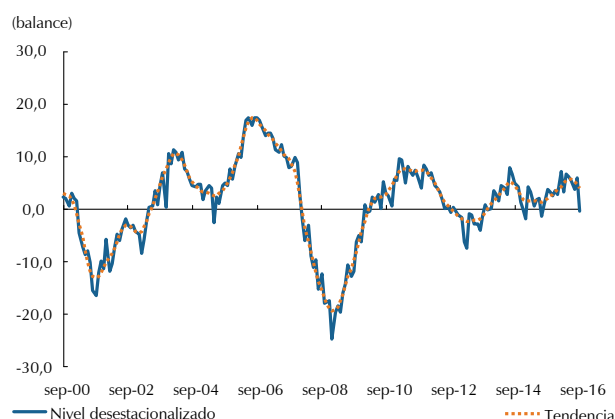
En lo que respecta al desempeño industrial, el choque de oferta por cuenta del paro camionero contrarrestó los efectos positivos de la modernización de Reficar y del impacto que la depreciación acumulada ha generado en sectores transables como confecciones, productos textiles y artículos de cuero. Según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, aunque la industria manufacturera mostró un destacado comportamiento en agosto, al crecer 9,4% anual, de los cuales un 27,9% se registró por parte de la refinación de petróleo y otro 6,1% de las restantes manufacturas, no logró compensar completamente la pérdida sufrida un mes atrás, cuando el paro camionero hizo que la producción industrial cayera 6,2% en julio (refinación de petróleo lo había hecho 11,9%, y el resto de industria -9,7%) (Gráfico 25). Adicionalmente, la demanda de energía para el sector industrial en

Gráfico 25
Producción industrial real total
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



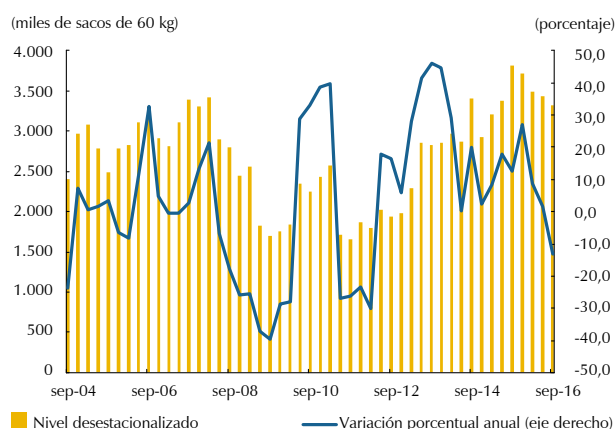
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 26
Balance del índice de confianza de la industria
(con series desestacionalizadas)



Fuente: Fedesarrollo, cálculos Banco de la República.

Gráfico 27
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



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

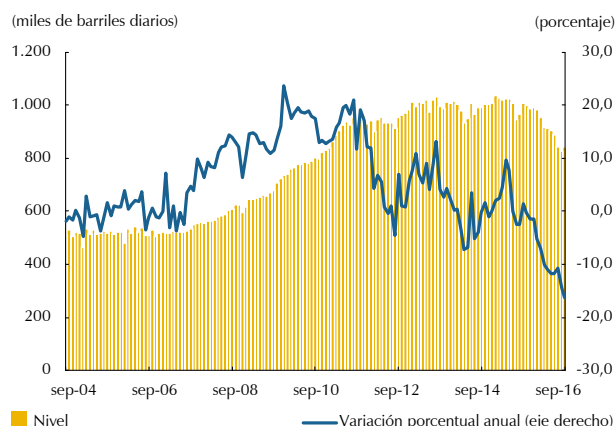
septiembre cayó 2,8%, lo que sugiere un escaso dinamismo para septiembre en la producción industrial, dada la estrecha correlación que ha existido entre estas dos variables.

Asimismo, con información a septiembre, la *Encuesta de opinión empresarial* de Fedesarrollo para el sector industrial mostró un deterioro tanto en el indicador de pedidos como en las existencias, lo que confirma el debilitamiento señalado en la demanda de energía por parte de la industria. Adicionalmente, el indicador de expectativas exhibió una caída significativa en septiembre. Todo ello condujo al declive de la confianza industrial durante el tercer trimestre, frente a lo observado en la primera mitad del año (Gráfico 26). Por otra parte, en la *Encuesta de opinión empresarial* de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI) los industriales señalaron problemas de escasez de conductores y de camiones, aumento en los costos de almacenamiento, en fletes de transporte y en los inventarios de productos terminados, entre otras circunstancias que afectaron el normal desarrollo de la actividad manufacturera. Todo ello refleja el impacto negativo del paro camionero ya mencionado.

De acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, la producción del grano en septiembre fue de 1.034.000 sacos de sesenta kilos, lo que implicó una caída de 2,3% anual. Para el período julio-septiembre, la producción mostró un retroceso de 12,2%, luego de los crecimientos de 1,1% y 8,9% observados en el segundo y primer trimestres, respectivamente (Gráfico 27). Por otro lado, en agosto el sacrificio de ganado sigue disminuyendo a una tasa anual de 8,7%. Para el bimestre julio-agosto la disminución es cercana al 14%, luego de haber caído 1,5% durante el segundo trimestre. De esta manera, se espera un desempeño poco favorable del sector para el tercer trimestre.

Por último, las cifras de producción de petróleo confirman un deterioro mayor para el sector minero. En particular, para en septiembre la producción de crudo fue de 843 mbd, lo que implicó una significativa caída anual de 16,3%. En términos trimestrales, para el período julio-septiembre la producción se situó en 838 mbd en promedio y disminuyó anualmente 13,9% (Gráfico 28).

Gráfico 28
Producción de petróleo
(nivel y crecimiento anual)



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

Todo lo anterior permite prever una desaceleración adicional de la tasa de crecimiento anual del PIB para el tercer trimestre de 2016. Así, el equipo técnico del Banco de la República proyecta un crecimiento de la actividad económica que se habría situado entre 1,0% y 2,2%, con un 1,6% como más factible. La amplitud del rango de pronóstico es consistente con la incertidumbre relacionada con el desempeño del consumo del Gobierno y de las obras civiles, entre otros factores.

Recuadro 2

DIAGNÓSTICO DE LA PRODUCCIÓN Y EL COMERCIO EXTERIOR DEL SECTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO

Mariana Escobar V.
Juan Pablo Cote B.
Nicolás Martínez C.*

En *Informes* anteriores se ha analizado el comportamiento de la producción y del comercio exterior del sector industrial manufacturero del país, con especial énfasis en su reacción a la dinámica de la tasa de cambio frente al dólar. Se ha sugerido, además, que la reciente depreciación del peso podría tener un efecto positivo sobre la producción industrial en dos dimensiones: primero, ante el encarecimiento de las importaciones y una consecuente menor demanda por las mismas, podría darse un fenómeno de sustitución de importaciones por producción nacional; segundo, al incrementar-se los ingresos en pesos de las firmas exportadoras, se genera un incentivo para aumentar la producción industrial con miras a mayores ventas hacia el exterior.

No obstante, en lo corrido del año (con datos a agosto), las cifras del crecimiento anual de la producción industrial en las diferentes ramas continúan siendo heterogéneas. Según datos de la *Encuesta mensual manufacturera*, mientras ramas como la coquización, refinación de petróleo y mezcla de combustibles, la elaboración de bebidas, y la fabricación de productos elaborados de metal, crecen significativamente, la producción en sectores como el curtido y recurtido de cueros y la fabricación de (otros tipos de) equipo de transporte, presentan retrocesos importantes (Cuadro R2.1). De hecho, la producción de la industria sin refinación creció, a agosto de 2016, un modesto 1,4%.

El mismo cuadro también muestra las variaciones anuales de las exportaciones e importaciones en dólares, en pesos corrientes y en pesos constantes o reales. Estas últimas se construyeron deflactando los valores nominales en pesos para cada rama del sector industrial, utilizando los índices de precios al productor (IPP) de exportados e importados¹

elaborados por el DANE. Dicho ejercicio permite una mejor aproximación a las variaciones reales de las series de comercio que la que se obtiene si se recurre a las variaciones de los volúmenes comercializados, puesto que de esta última manera se recogen productos muy heterogéneos, incluso si dichas variaciones se calculan dentro de la misma rama de la industria.

Una primera observación a las cifras presentadas en el cuadro R2.1 permite ver que, como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio (que se profundizó a partir del segundo semestre de 2015)², las variaciones de las exportaciones e importaciones en pesos corrientes son mayores a las de las series en dólares. De hecho, para algunos sectores se observa que aun cuando las exportaciones en dólares caen durante este período, las exportaciones en pesos crecen, como es el caso de la elaboración de productos de panadería, entre otros.

Además, un número significativo de los crecimientos de las exportaciones en pesos corrientes coincide con aumentos de la producción industrial real (sombreados en gris en el cuadro R2.1). Sin embargo, al estudiar la variación en términos reales, no se observa que crecimientos de la producción estén sistemáticamente relacionados con variaciones positivas de las ventas externas: en realidad, este es el caso de solo cuatro rubros, que pesan el 18,5% de la producción industrial³ (fabricación de artículos de cuero, coquización, refinación de petróleo y mezcla de combustibles, fabricación de vidrio y sus productos, y fabricación de productos elaborados de metal).

La información contenida en el cuadro R2.1 también permite observar que para 16 de las 39 ramas analizadas la producción industrial creció y las importaciones en términos reales disminuyeron (sombreadas en amarillo). Ello sería evidencia de una posible sustitución de importaciones para estos sectores, que suman el 31,4% de la producción industrial. Se destacan, entre otros, los casos de la elaboración de algunos productos alimenticios, la fabricación de artículos de cuero, de productos químicos y las industrias de productos metálicos. Para el total de la industria sin refinación, para la cual se observa un

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

1 Para tres ramas en el caso de exportaciones (actividades de impresión, fabricación de carrocerías para vehículos automotores, remolques y fabricación de otros tipos de equipo de transporte), y una rama en el caso de importaciones (actividades de impresión), las series de IPP de exportados/importados no están disponibles. En consecuencia, se utilizó el IPP de producidos

y consumidos como deflactor de las variables nominales de comercio.

2 La tasa de cambio promedio entre enero y agosto de 2016 experimentó una depreciación de alrededor del 20% con respecto al mismo período del año anterior.

3 Según las ponderaciones de agosto de 2016, obtenidas a partir del Índice de Producción Industrial del DANE.

Cuadro R2.1

Crecimiento anual año corrido de la producción industrial manufacturera, las exportaciones y las importaciones, enero-agosto 2016

Ramas	Producción industrial en pesos reales (porcentaje)	Exportaciones (porcentaje)			Importaciones (porcentaje)		
		Valor en dólares	Valor en pesos corrientes	Valor en pesos reales	Valor en dólares	Valor en pesos corrientes	Valor en pesos reales
Procesamiento y conservación de carne, pescado, crustáceos y moluscos	2,9	-11,2	6,4	-4,1	-13,6	3,7	-8,6
Elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal	-4,4	13,2	33,2	6,8	-1,8	16,1	6,7
Elaboración de productos lácteos	1,6	-62,3	-57,9	-65,5	57,6	93,0	64,5
Elaboración de productos de molinería, almidones y sus derivados	7,7	-25,6	-11,2	-23,4	-13,1	4,9	-0,6
Trilla de café	-1,6	-19,3	-3,3	-10,1	-22,7	-6,3	-23,2
Elaboración de azúcar y panela	-10,1	-33,1	-20,3	-40,8	278,4	357,9	189,0
Elaboración de productos de panadería	1,7	-4,6	14,6	-2,2	-20,1	-4,5	-13,7
Elaboración de cacao, chocolate y prod de confitería	-7,8	17,0	44,8	22,8	8,4	28,6	16,7
Elaboración de otros productos alimenticios n.c.p.	2,4	-7,6	10,6	-6,1	1,0	20,1	4,7
Elaboración de alimentos preparados para animales	-0,1	19,8	42,5	29,6	-0,7	19,3	9,2
Elaboración de bebidas	11,6	-26,6	-13,5	-15,0	41,5	66,0	42,3
Hilatura, tejeduría y acabado de productos textiles	-1,7	-28,7	-15,3	-28,1	-0,6	17,2	5,8
Confección de prendas de vestir	-2,1	-17,3	-1,6	-14,6	-26,1	-11,8	-19,4
Curtido y recurtido de cueros; recurtido y teñido de pieles	-19,6	-39,2	-26,2	-24,3	7,4	26,5	13,1
Fabricación de artículos de viaje, bolsos de mano y artículos similares en cuero	7,2	-9,5	8,0	0,1	-19,7	-4,2	-14,9
Fabricación de calzado	7,5	-15,9	0,7	-8,0	-17,9	-2,4	-7,4
Transformación de la madera y sus productos	-0,5	-2,4	16,8	2,6	-13,3	4,1	-14,3
Fabricación de papel, cartón, y sus productos	-1,2	-32,3	-19,0	-30,9	-11,1	6,2	-8,8
Actividades de impresión	4,3	-12,9	5,4	-26,8	3,1	24,0	-13,9
Coquización, refinación de petróleo, y mezcla de combustibles	20,8	24,6	48,1	51,9	-23,9	-9,2	3,4
Fabricación de sustancias químicas básicas, y sus productos	-4,4	-13,8	2,9	-9,3	-15,6	0,4	-8,1
Fabricación de otros productos químicos	1,8	-11,4	4,3	-9,5	-12,6	4,2	-6,2
Fabricación de Jabones y detergentes, perfumes y preparados de tocador	2,5	-21,0	-5,7	-15,0	-16,0	0,2	-3,8
Fabricación de productos farmacéuticos, sustancias químicas medicinales	2,5	-9,7	7,9	-5,8	-10,9	6,0	-0,9
Fabricación de productos de caucho	-7,0	-45,6	-35,5	-33,4	-16,9	-0,4	-10,4
Fabricación de productos de plástico	-0,5	-11,9	5,0	-11,1	-14,8	1,6	-9,3
Fabricación de vidrio y productos de vidrio	8,3	2,7	22,7	14,3	-18,7	-3,0	-14,1
Fabricación de productos minerales no metálicos n.c. p.	-3,1	-11,2	5,7	-3,7	-4,7	13,6	-1,6
Industrias básicas de hierro y de acero	2,3	-31,9	-18,9	-8,9	-34,2	-21,1	-25,4
Industrias básicas de metales preciosos y no ferrosos	8,4	-2,5	15,3	-7,0	-18,7	-2,4	-9,3

Cuadro R2.1 (continuación)

Crecimiento anual año corrido de la producción industrial manufacturera, las exportaciones y las importaciones, enero-agosto 2016

Ramas	Producción industrial en pesos reales (porcentaje)	Exportaciones (porcentaje)			Importaciones (porcentaje)		
		Valor en dólares	Valor en pesos corrientes	Valor en pesos reales	Valor en dólares	Valor en pesos corrientes	Valor en pesos reales
Fabricación de productos elaborados de metal	10,6	0,4	19,5	3,9	-21,3	-5,6	-15,5
Fabricación de aparatos y equipo eléctrico	-7,0	-8,4	9,4	-8,4	-22,2	-7,2	-18,5
Fabricación de maquinaria y equipo n.c. p.	-0,9	9,0	30,9	10,9	-23,7	-9,0	-22,5
Fabricación de vehículos automotores y sus motores	2,0	-9,0	7,6	-5,0	-20,7	-5,7	-13,4
Fabricación de carrocerías para vehículos automotores, remolques	-11,7	11,1	37,9	32,1	-27,9	-13,5	-28,1
Fabricación de partes, piezas (autopartes) y accesorios (lujos) para vehículos	-9,8	-33,9	-21,1	-32,3	-3,3	15,3	-2,7
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	-15,7	38,8	60,7	36,8	-63,0	-54,9	-60,8
Fabricación de muebles, colchones y somieres	4,6	-9,1	8,8	-7,3	-20,8	-5,4	-14,1
Otras industrias manufactureras	0,1	-7,2	9,9	-3,9	-13,6	2,1	-7,5
Total industria sin refinación	1,4	-12,9	3,9	-8,6	-21,2	-5,9	-15,8
Total industria	4,5	-8,8	8,7	-1,3	-21,5	-6,2	-13,7

n.c.p.: no clasificados previamente.

Nota: en el caso de exportaciones, sombreados en gris corresponden a ramas para las cuales se observa crecimiento de la producción industrial y aumento de las exportaciones. En el caso de importaciones, sombreados en amarillo corresponden a ramas para las cuales se observa crecimiento de la producción industrial y caída de las importaciones.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

moderado crecimiento de la producción real, también se observa una caída de las importaciones reales.

Por otro lado, el Gráfico R2.1 muestra los diagramas de dispersión del comercio frente a la producción, ambos en términos reales, obtenidos a partir de los datos presentados en el Cuadro R2.1. En ellos no se nota una relación clara entre los valores del crecimiento de las variables de comercio y de la producción industrial, aunque en el caso de las exportaciones se advierte que el crecimiento de las ventas externas reales podría estar correlacionado positivamente con la variación de la producción real. No obstante, al estimar las correlaciones para estas variables, se encuentra que aunque los crecimientos de las exportaciones reales y la producción industrial exhiben una correlación positiva, y los crecimientos de las importaciones reales y la producción industrial tienen una correlación negativa, ninguna de ellas es estadísticamente significativa (al 10%).

Siguiendo esta línea de análisis, con datos mensuales de cada rama de la industria, se realizó un ejercicio adicional de correlaciones cruzadas entre el índice de producción industrial real frente a las exportaciones e importaciones reales entre enero de 2015 y agosto de 2016, período en el que se registró una fuerte depreciación del peso y compatible con los ejercicios anteriores (Cuadro R2.2).

Se encontró que en trece ramas de la industria, en las cuales la producción real creció (según el Cuadro R2.1), se presenta co-

rrelación positiva (significativa al 10%) entre las exportaciones reales y la producción industrial (sombreado azul), mostrando que aumentos de la producción en dichas ramas están asociados, en alguna medida, con aumentos en las ventas externas de bienes⁴. Se destacan ramas como la coquización, refinación de petróleo y mezcla de combustibles, y la fabricación de calzado, entre otras, las cuales representan el 38,4% de la producción nacional.

En cuanto a las importaciones, en diez ramas de la industria donde aumentó la producción (que representan el 21,3%) se halló correlación negativa significativa al 10% entre las compras externas de bienes y la producción industrial (sombreado amarillo), contribuyendo a reforzar la hipótesis de sustitución de importaciones en estas ramas de la industria. Nuevamente sobresalen los casos de la elaboración de algunos productos

4 Una correlación positiva podría observarse también en el caso en que ambas series (producción industrial y exportaciones) presenten disminuciones sistemáticamente ligadas. Por ello, estos cálculos son solo un indicio de un aumento en la producción relacionado con un incremento de las exportaciones. Lo mismo sucede en el caso de las importaciones, pues correlaciones negativas podrían darse también cuando aumentan las importaciones y cae la producción industrial (por lo cual una correlación negativa no es señal inequívoca de sustitución de importaciones).

alimenticios, la fabricación de artículos de cuero, de productos químicos y las industrias de productos metálicos⁵.

Por su parte, para el agregado de la industria manufacturera (total industria y total industria sin refinación) este mismo ejercicio indica que, en términos reales, la producción industrial crece, las exportaciones también lo hacen y las im-

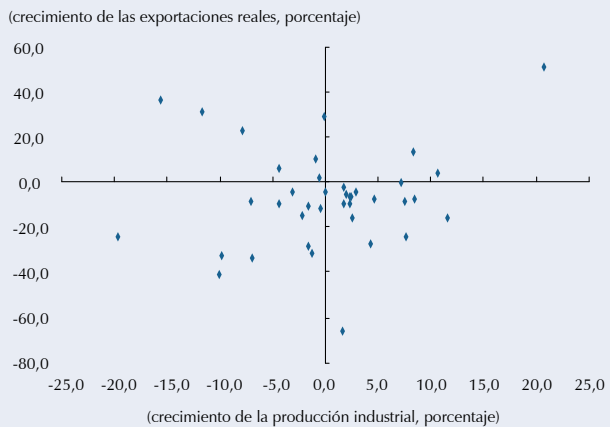
portaciones caen. Sin embargo, el estudio desagregado de las correlaciones cruzadas por ramas de la industria permite detallar que para una importante cantidad de ellas, parece no existir el mencionado efecto de la depreciación sobre las dinámicas de la producción y el comercio internacional.

En resumen, puede afirmarse que los ejercicios aquí presentados sugieren que el proceso de sustitución de importaciones se ha dado en algunos sectores de la industria manufacturera colombiana, aunque no permiten concluir que haya sucedido de forma generalizada. A su vez, existe evidencia de que la depreciación frente al dólar en 2015 ha impulsado la producción para exportación en algunas ramas de la industria. El monitoreo de estos ejercicios en el futuro permitirá hacer seguimiento al comportamiento de la producción y el comercio internacional, y a su relación con la dinámica de la tasa de cambio.

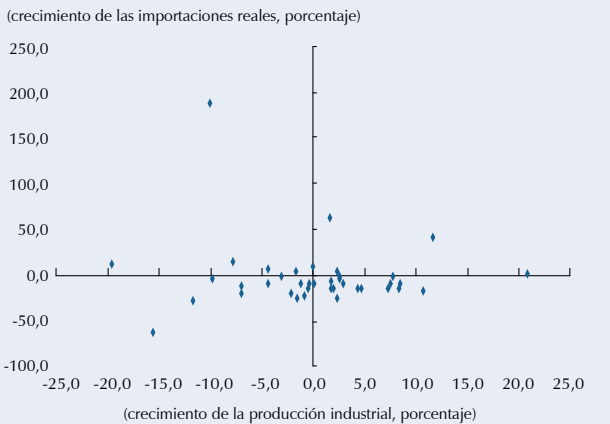
5 Estos ejercicios no consideran el orden en que pueden darse los procesos (aumento de las exportaciones/caída de las importaciones y crecimiento de la producción industrial). Por ejemplo, aquí se considera como evidencia de sustitución de importaciones una correlación negativa entre la producción industrial y las importaciones, independientemente del orden en que ocurran los movimientos en las series involucradas. Un análisis más riguroso consideraría la causalidad entre dichos movimientos.

Gráfico R2.1
Diagramas de dispersión para el comercio por ramas de la industria contra la producción en términos reales (variaciones anuales, acumulado enero-agosto de 2016)

A. Exportaciones



B. Importaciones



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R2.2
Correlaciones cruzadas entre el índice de producción industrial real frente a las exportaciones e importaciones reales, enero de 2015 a agosto 2016

Ramas	Exportaciones vs Producción industrial	Importaciones vs Producción industrial
Procesamiento y conservación de carne, pescado, crustáceos y moluscos	0,63 (0) ^{a/}	-0,50 (-6) ^{a/}
Elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal	0,31 (4)	-0,43 (-1) ^{a/}
Elaboración de productos lácteos	0,37 (0)	-0,48 (1) ^{a/}
Elaboración de productos de molinería, almidones y sus derivados	-0,35 (-5)	-0,54 (0) ^{a/}
Trilla de café	0,43 (-2) ^{a/}	0,40 (5) ^{a/}
Elaboración de azúcar y panela	0,66 (-1) ^{a/}	-0,47 (-2) ^{a/}
Elaboración de productos de panadería	0,51 (-5) ^{a/}	-0,28 (-2) ^{a/}
Elaboración de cacao, chocolate y producción de confitería	0,31 (6)	-0,35 (-3) ^{a/}

Cuadro R2.2 (continuación)

Correlaciones cruzadas entre el índice de producción industrial real frente a las exportaciones e importaciones reales, enero de 2015 a agosto 2016

Ramas	Exportaciones vs Producción industrial	Importaciones vs. Producción industrial
Elaboración de otros productos alimenticios n.c.p.	0,39 (0) ^{a/}	-0,44 (6) ^{a/}
Elaboración de alimentos preparados para animales	-0,56 (-1) ^{a/}	0,37 (-6)
Elaboración de bebidas	-0,54 (-1) ^{a/}	0,77 (0) ^{a/}
Hilatura, tejeduría y acabado de productos textiles	0,32 (0)	0,56 (0) ^{a/}
Confección de prendas de vestir	0,50 (0) ^{a/}	0,44 (0) ^{a/}
Curtido y recurtido de cueros; recurtido y teñido de pieles	0,66 (1) ^{a/}	-0,30 (-5) ^{a/}
Fabricación de artículos de viaje, bolsos de mano y artículos similares en cuero	0,63 (0) ^{a/}	-0,52 (-1) ^{a/}
Fabricación de calzado	0,68 (0) ^{a/}	0,73 (0) ^{a/}
Transformación de la madera y sus productos	0,29 (-2)	0,45 (0) ^{a/}
Fabricación de papel, cartón, y sus productos	0,44 (4) ^{a/}	0,67 (0) ^{a/}
Actividades de impresión	0,34 (5)	0,57 (3) ^{a/}
Coquización, refinación de petróleo, y mezcla de combustibles	0,80 (0) ^{a/}	0,37 (6)
Fabricación de sustancias químicas básicas, y sus productos	0,51 (0) ^{a/}	0,56 (0) ^{a/}
Fabricación de otros productos químicos	0,61 (-2) ^{a/}	0,70 (0) ^{a/}
Fabricación de Jabones y detergentes, perfumes y preparados de tocador	0,40 (0) ^{a/}	-0,46 (4) ^{a/}
Fabricación de productos farmacéuticos, sustancias químicas medicinales	0,30 (0)	0,45 (0) ^{a/}
Fabricación de productos de caucho	0,68 (-1) ^{a/}	0,68 (-5) ^{a/}
Fabricación de productos de plástico	0,49 (0) ^{a/}	0,67 (0) ^{a/}
Fabricación de vidrio y productos de vidrio	0,43 (0) ^{a/}	-0,49 (-1) ^{a/}
Fabricación de productos minerales no metálicos n.c. p.	-0,52 (-3) ^{a/}	0,54 (0) ^{a/}
Industrias básicas de hierro y de acero	-0,62 (1) ^{a/}	-0,28 (-6) ^{a/}
Industrias básicas de metales preciosos y no ferrosos	0,48 (2) ^{a/}	-0,44 (-2) ^{a/}
Fabricación de productos elaborados de metal	0,60 (0) ^{a/}	0,40 (-1) ^{a/}
Fabricación de aparatos y equipo eléctrico	0,69 (0) ^{a/}	0,55 (0) ^{a/}
Fabricación de maquinaria y equipo n.c. p.	-0,30 (2) ^{a/}	-0,49 (6) ^{a/}
Fabricación de vehículos automotores y sus motores	0,58 (-5) ^{a/}	0,56 (0) ^{a/}
Fabricación de carrocerías para vehículos automotores, remolques	0,47 (0) ^{a/}	0,35 (0)
Fabricación de partes, piezas (autopartes) y accesorios (lujos) para vehículos	0,66 (0) ^{a/}	0,41 (0) ^{a/}
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	-0,52 (5) ^{a/}	0,38 (0) ^{a/}
Fabricación de muebles, colchones y somieres	0,62 (0) ^{a/}	-0,50 (-5) ^{a/}
Otras industrias manufactureras	0,45 (0) ^{a/}	0,50 (0) ^{a/}
Total industria sin refinación	0,69 (0) ^{a/}	-0,56 (-6) ^{a/}
Total industria	0,67 (0) ^{a/}	-0,60 (-6) ^{a/}

n.c.p.: no clasificados previamente.

a/ Significativo al 10%.

Nota: en el caso de exportaciones, sombreados en gris corresponden a ramas en las que se observa crecimiento de la producción industrial, y correlación positiva significativa entre las exportaciones y la producción industrial. En el caso de importaciones, sombreados en amarillo corresponden a ramas en las que se observa crecimiento de la producción industrial, y correlación negativa significativa entre las importaciones y la producción industrial.

Para construir la serie de producción industrial real del total de la industria sin refinación, se le descontó a la serie del total de la industria, la correspondiente a coquización, refinación de petróleo y mezcla de combustibles por su respectiva ponderación de agosto de 2016.

Los números entre paréntesis indican el rezago de la producción industrial correspondiente a la correlación presentada (aquella de mayor valor en términos absolutos).

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación anual al consumidor descendió en agosto y septiembre, luego de varios trimestres de ascenso. Aunque este quiebre en la tendencia había sido anticipado en informes anteriores, los resultados a septiembre son algo más favorables que lo pronosticado en el informe anterior.

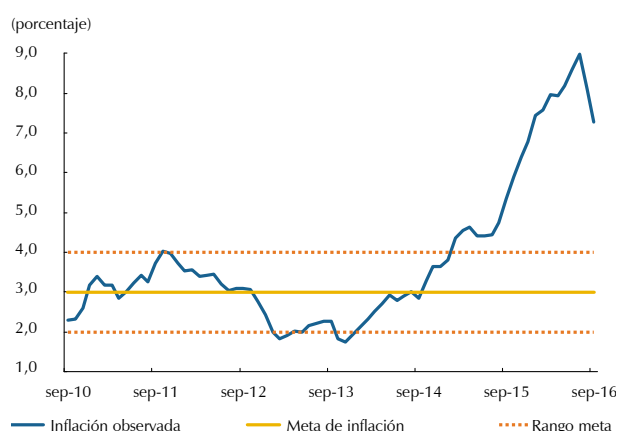
Los choques de oferta transitorios debido al fenómeno de El Niño y al paro camionero estarían comenzando a ceder.

A partir de agosto también se quebró la tendencia ascendente de la inflación básica, aunque esta continúa por encima del rango meta establecido por la JDBR (ente 2% y 4%).

El impacto de la depreciación acumulada del peso sobre los precios de los transables habría comenzado a ceder en los últimos meses.

Como se esperaba, en el tercer trimestre de este año la inflación anual al consumidor quebró la tendencia ascendente que traía desde mediados del año pasado. En particular, desde agosto empezaron a ceder las presiones alcistas originadas por el evento de El Niño y el paro camionero, haciendo posible una reducción del indicador. Así, en septiembre la inflación anual se situó en 7,27%, por debajo del resultado de junio (8,60%) y del máximo nivel alcanzado en julio (8,97%) (Gráfico 29). El aumento acumulado de precios en los primeros nueve meses del año ascendió a 5,25%, frente al 4,76% para el mismo lapso del año pasado.

Gráfico 29
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

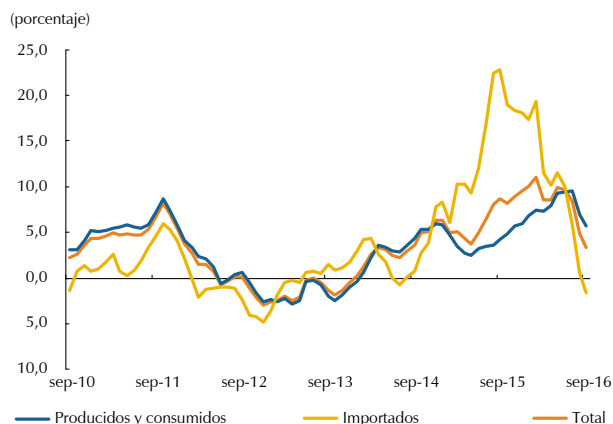
En los trimestres anteriores los registros oficiales de la inflación anual tendieron a superar los pronósticos de los analistas del mercado y del equipo técnico del Banco de la República. Sin embargo, a partir de agosto esta situación se revirtió y los resultados finales han estado por debajo de los pronósticos.

La reducción de la inflación durante el tercer trimestre de 2016 se concentró en los alimentos perecederos, gracias al aumento y de los niveles de abastecimiento que se observaron una vez empezó a ser superado el choque climático relacionado con El Niño y el paro camionero que se levantó a finales de julio. Por el contrario, los

alimentos procesados y las comidas fuera del hogar ejercieron presiones alcistas en este período, atribuidas, principalmente, al menor sacrificio de ganado, el cual llevó a alzas en los precios de la carne de res.

Durante el tercer trimestre también se observó una caída de la variación anual del IPC sin alimentos y de sus tres principales componentes: los IPC de transables, no transables y regulados. Estos descensos, y en particular el de transables, apuntan a una disminución del impacto de la depreciación acumulada del peso en los ajustes de precios al consumidor. Su traspaso a los precios internos estaría empezando a agotarse, a lo que también habría contribuido la estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio desde finales del primer trimestre, una vez alcanzó su máximo nivel en febrero y experimentó una apreciación moderada en las semanas siguientes.

Gráfico 30
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

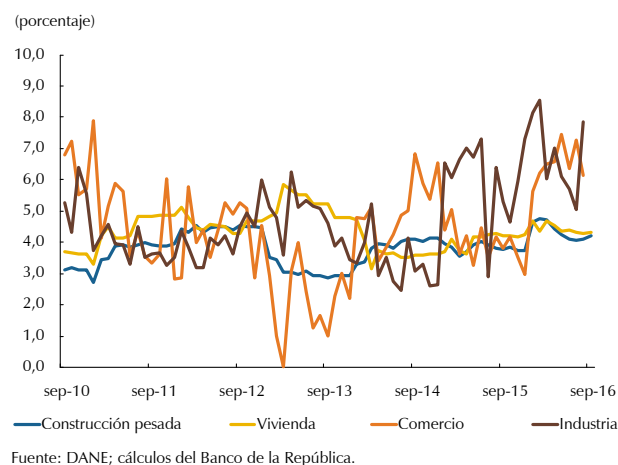
Un segundo factor que estaría favoreciendo el descenso de la inflación en varios de sus componentes es el menor ritmo de ajustes en los costos de producción no laborales, tal y como lo sugiere el comportamiento de los precios al productor. En efecto, la variación anual del IPP de oferta interna (IPP importado más IPP de producidos y consumidos internamente) se situó en septiembre en un 3,38%, significativamente menor que el registro de junio (9,64%) (Gráfico 30). A este retroceso de la inflación anual al productor contribuyó de manera importante el comportamiento del tipo de cambio a partir de marzo, con su efecto en el IPP importado (el cual descendió de 9,99% en junio a -1,60% en septiembre). También, el IPP de producidos y consumidos internamente (que pasó de 9,49% en junio a 5,70% en septiembre) contribuyó a la caída de la

inflación al productor, sobre todo vía las presiones a la baja que empezaron a ejercer los precios de los bienes de origen agropecuario y, en menor medida, por el comportamiento de los IPP de la industria y la minería.

Las menores presiones de costos también se empezaron a sentir en los precios de la energía. Así, el descenso de la variación anual del IPC de regulados está asociado con los menores costos de generación hidroeléctrica y térmica que ha implicado la recuperación de los embalses con el fin del fenómeno de El Niño. Esto se ha traducido en una caída de los precios en la Bolsa de Energía, la cual se ha empezado a trasladar a los precios al consumidor. Adicionalmente, una menor demanda de gas por parte de las termoeléctricas liberó capacidad instalada para aumentar la oferta de gas domiciliario, lo que estaría mermando los ajustes de las tarifas al consumidor.

En cuanto a los costos laborales, con información a agosto y septiembre estos no parecen haber generado presiones adicionales a las que se observaron en la primera mitad del año, excepto por lo que sugiere el indicador de salario de la industria. Con información a septiembre, los salarios de la construcción pesada

Gráfico 31
Salarios nominales
(variación anual)



(4,21%) y los de la vivienda (4,33%) no presentaron cambios de importancia y continuaron mostrando ajustes inferiores a la inflación observada y al ajuste del salario mínimo para este año. De igual manera, el ajuste anual de los salarios en el comercio se redujo en agosto a 6,13% anual (frente a 6,36% en junio). Por el contrario, el ritmo de ajuste anual de los salarios de la industria manufacturera se aceleró de 5,70% en junio a 7,86% en agosto (Gráfico 31).

El debilitamiento gradual de la demanda interna en lo corrido del año, con la presencia de una brecha del producto en terreno negativo, según las estimaciones efectuadas por el Banco de la República (como se muestra en el capítulo IV de este *Informe*), no apuntan a presiones inflacionarias originadas desde este frente. De

hecho, es posible que estas circunstancias estén favoreciendo la disminución en el ritmo de ajuste de los precios de varios componentes del IPC, sobre todo de los de servicios y bienes menos transables.

Pese a todo lo anterior, durante el tercer trimestre la indexación y las expectativas de inflación por encima de la meta siguieron siendo factores que presionaron al alza la inflación al consumidor. Esto se nota en el comportamiento de varios precios, sobre todo el de servicios relacionados con la salud y la educación, entre otros. Aun así, con el descenso de la inflación en los últimos dos meses se espera que estas presiones empiecen a ceder a la par con la reducción de las expectativas de inflación.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

Al igual que la inflación total, en el tercer trimestre la inflación básica interrumpió la tendencia ascendente que traía. El promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República disminuyó en agosto y en septiembre, situándose en este último mes en 6,29%, frente a un registro de 6,52% en junio (Cuadro 6).

Todos los indicadores se contrajeron durante el tercer trimestre. La caída más fuerte se presentó en el IPC sin alimentos (que pasó de 6,31% en junio a 5,92% en septiembre) y en el IPC sin alimentos ni regulados (de 6,20% en junio a 5,84% en septiembre). Disminuciones de menor magnitud se presentaron en el IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos, y el núcleo 20, el cual presentó el registro más alto a finales de septiembre (Cuadro 6, Gráfico 32).

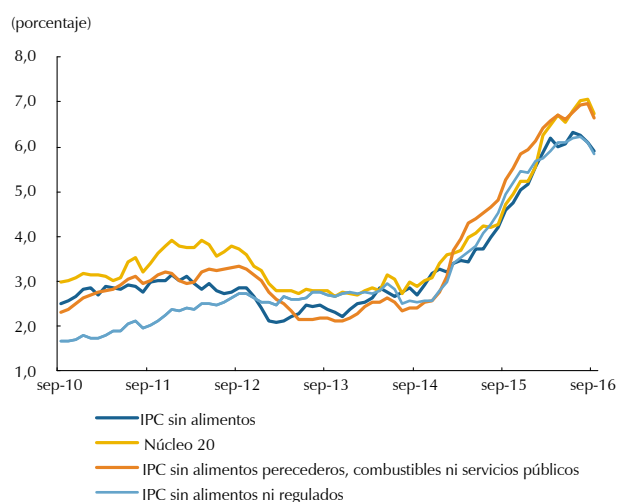
Dentro del IPC sin alimentos, la subcanasta transable (sin alimentos ni regulados) fue la que lideró la caída en la variación anual, pasando de 7,90% en junio a 7,20% en septiembre (Cuadro 6, Gráfico 33). La tasa de ajuste anual de estos precios se mantiene alta debido a la depreciación del peso que se acumuló entre julio de 2014

Cuadro 6
Indicadores de inflación al consumidor
(a septiembre 2016)

Descripción	Ponderación	Dic-15	Mar-16	Abr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16	Sep-16
Total	100,00	6,77	7,98	7,93	8,20	8,60	8,97	8,10	7,27
Sin alimentos	71,79	5,17	6,20	6,02	6,07	6,31	6,26	6,10	5,92
Transables	26,00	7,09	7,38	7,57	7,88	7,90	7,87	7,53	7,20
No transables	30,52	4,21	4,83	5,00	4,78	4,97	5,01	5,05	4,85
Regulados	15,26	4,28	7,24	5,78	6,00	6,71	6,40	6,10	6,19
Alimentos	28,21	10,85	12,35	12,63	13,46	14,28	15,71	13,06	10,61
Perecederos	3,88	26,03	27,09	28,62	33,44	34,94	39,27	21,27	6,66
Procesados	16,26	9,62	10,83	10,89	11,04	12,09	13,33	13,07	12,56
Comidas fuera del hogar	8,07	5,95	7,53	7,53	7,92	8,11	8,50	9,00	9,18
Indicadores de inflación básica									
Sin alimentos		5,17	6,20	6,02	6,07	6,31	6,26	6,10	5,92
Núcleo 20		5,22	6,48	6,69	6,55	6,82	7,03	7,07	6,73
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos		5,93	6,57	6,72	6,61	6,77	6,92	6,97	6,65
Inflación sin alimentos ni regulados		5,42	5,91	6,08	6,08	6,20	6,22	6,10	5,84
Promedio de todos los indicadores		5,43	6,29	6,38	6,33	6,52	6,61	6,56	6,29

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 32
Indicadores de inflación básica

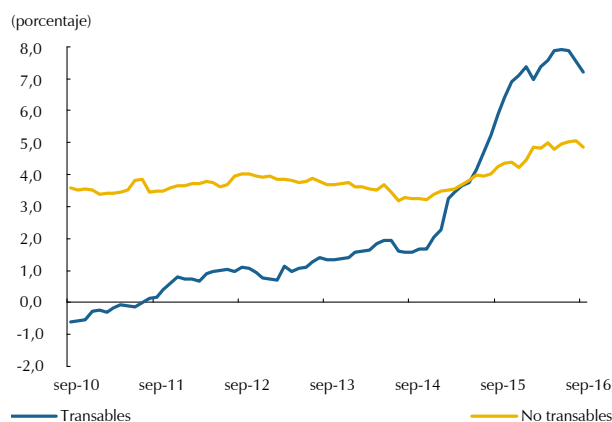


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

y febrero de 2016, y que se ha transmitido de manera paulatina a los precios internos desde finales de 2014. Sin embargo, es importante destacar que en agosto y septiembre se quebró la tendencia ascendente que traía esta variable, lo cual sugiere que la transmisión de la depreciación acumulada a los precios estaría completándose. Esto estaría siendo posible gracias a que la depreciación se interrumpió hacia mediados del primer trimestre, habiéndose observado una apreciación moderada en marzo y una relativa estabilidad del tipo de cambio desde esa fecha hasta septiembre.

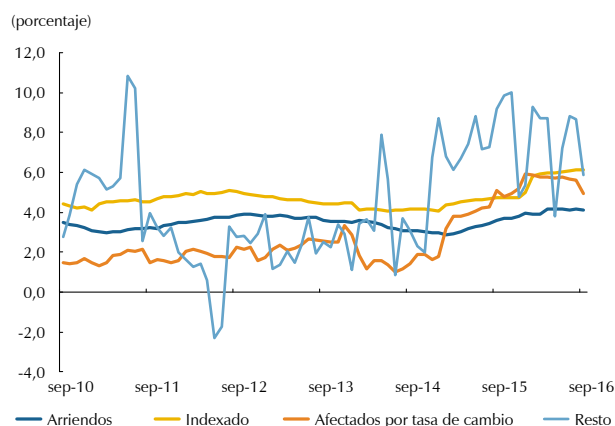
Dentro de los transables, la menor transmisión de la depreciación a los precios ha sido evidente en el caso de automóviles, diversos artículos electrónicos y electrodomésticos. Los precios de estos bienes registraron ajustes mensuales sustanciales en los trimestres anteriores, los cuales se moderaron significativamente en los últimos tres meses. No obstante, en el caso de otros bienes, como medicinas, productos de aseo del hogar y de higiene personal, la moderación de la transmisión no es tan clara.

Gráfico 33
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



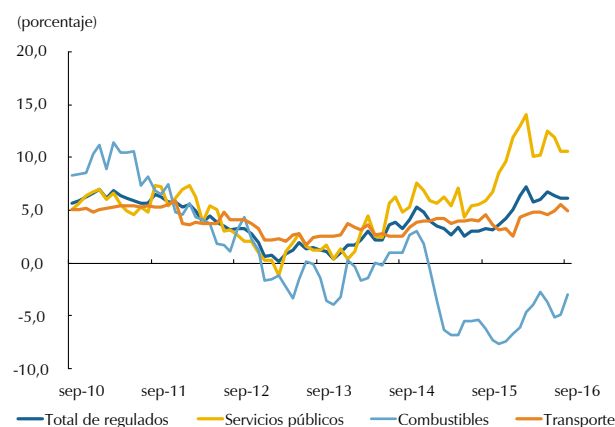
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 34
Inflación anual de no transables
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 35
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el tercer trimestre el componente no transable del IPC sin alimentos ni regulados también contribuyó a desacelerar la inflación anual: en septiembre su variación anual fue 4,85%, nivel inferior al registro de junio (4,97%), aunque superior al de diciembre pasado (4,21%) (Cuadro 6 y Gráfico 33).

Varios componentes del IPC de no transables sin alimentos ni regulados presentaron ajustes a la baja durante el tercer trimestre. El más significativo por su peso dentro de la canasta del consumidor, el IPC de arriendos (efectivo e imputado), cayó levemente desde 4,17% en junio a 4,13% en septiembre (Gráfico 34). La variación anual de este rubro había aumentado continuamente desde comienzos de 2015, pero esta tendencia se interrumpió en el segundo trimestre de 2016. A pesar de que los arriendos se deberían ajustar con la inflación pasada (según el artículo 20 de la Ley 820 del 10 de julio de 2003), esto no se ha observado en este año. Una razón para ello podría ser la existencia de una oferta inmobiliaria muy amplia en relación con la demanda, en momentos que, además, esta podría estar debilitando.

Dentro de los no transables el componente sensible al tipo de cambio registró descensos en el último trimestre (de 5,75% en junio a 4,95% en septiembre). Así mismo, se redujeron los ajustes en otros rubros por circunstancias puntuales (caso de boletas de fútbol) o por factores asociadas con la debilidad de la demanda. En contraste, la variación anual de los rubros más indexados aumentó levemente de 6,03% en junio a 6,14% en septiembre.

Además de los transables y no transables, el IPC de regulados también contribuyó a disminuir la inflación durante el tercer trimestre: su variación anual pasó de 6,71% en junio a 6,19% en septiembre. (Cuadro 6 y Gráfico 35). Este comportamiento bajista se concentró en los servicios públicos, gracias, sobre todo, a los menores ajustes en las tarifas de gas domiciliario favorecidas por la terminación del fenómeno de El Niño y la menor demanda de gas por parte de las plantas térmicas. Las variaciones anuales en las tarifas de energía (13,5%); por su parte, no presentaron cambios de importancia durante el tercer trimestre, mientras que las del acueducto tendieron a caer (de 7,76% en junio

a 6,86% en septiembre) por rebajas en las tarifas en Bogotá. En julio pasado entró en vigencia el nuevo marco tarifario (resolución CRA-720 de 2015 y una modificación con respecto a su entrada en vigencia, conocida como la CRA-751 de 2016), que activó un cobro adicional a los hogares por mejoras en la infraestructura y cobertura del servicio en la mayoría de ciudades. Sin embargo, este no fue el caso de Bogotá, cuya empresa anunció rebajas en las tarifas, cercanas al 2,8%, las cuales estarían compensado las alzas en el resto de ciudades y explicando el menor ajuste anual en las tarifas de este servicio.

Las variaciones anuales de los otros dos componentes del IPC de regulados, los combustibles y el transporte, se aceleraron en los últimos tres meses. En el caso de los combustibles, el registro pasó a -2,98% en septiembre, desde -3,63% en junio, debido a los dos aumentos en el precio de la gasolina en estos meses (en agosto de 10 pesos y en septiembre de 101 pesos) (Gráfico 35). El cambio anual en el IPC de transporte también repuntó de 4,56% en junio a 4,99% en septiembre. Estos aumentos no incluyen las alzas autorizadas en el servicio de taxis de Bogotá que se empezarían a aplicar durante el cuarto trimestre.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

En el tercer trimestre se observó una disminución significativa de la variación anual del IPC de alimentos, lo que explica el grueso del descenso de la inflación al consumidor en este período. Esto obedece a que los choques transitorios de oferta por clima y paro camionero, que afectaron los precios de alimentos en trimestres anteriores, empezaron a ser superados en los meses recientes.

Como se ha señalado en los *Informes sobre Inflación* anteriores, desde mediados de 2015, y sobre todo durante el primer semestre de 2016, los precios al consumidor de los alimentos fueron afectados por un choque alcista originado en factores climáticos asociados con un episodio de El Niño (uno de los más fuertes de la historia). Esta situación, que redujo la oferta de manera importante, llevó la inflación anual de alimentos de un 10,85% en diciembre a un 14,28% en junio.

Adicionalmente, cuando El Niño se desvanecía, se presentaron presiones alcistas adicionales por cuenta del paro camionero que inició a comienzos de junio y terminó en la tercera semana de julio. Los problemas de transporte restringieron la entrada de alimentos a las principales centrales de abasto del país, generando así un alza y especulación transitoria en los precios de los alimentos, especialmente en los perecederos, que se empezó a revertir en agosto una vez dicho paro fue superado.

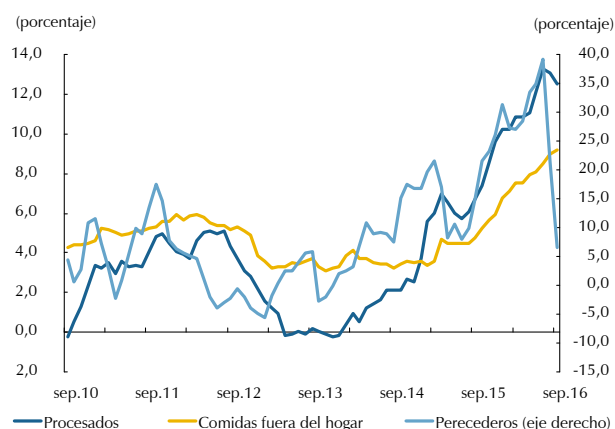
De esta manera, la variación anual del IPC de alimentos alcanzó un punto máximo de 15,71% en julio, pero comenzó a descender de manera importante en agosto y septiembre, cerrando el tercer trimestre en 10,61%. (Gráfico 36). Dicha dinámica estuvo liderada por los precios de los alimentos perecederos, con una variación anual del IPC respectivo que aumentó desde un 26,03% en diciembre hasta un

Gráfico 36
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 37
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

39,27%, pero que luego disminuyó abruptamente a un 6,66% en septiembre (Gráfico 37).

A la par con los perecederos, durante los primeros siete meses del año los procesados también impulsaron los precios de los alimentos, aunque en una magnitud menor. La variación anual de los precios de los alimentos procesados pasó de 9,62% en diciembre pasado a 12,09% en junio y a 12,56% en septiembre (Cuadro 6 y Gráfico 37). Este impulso alcista está vinculado sobre todo con la depreciación acumulada del peso, y quizá también con algunos aumentos de los precios internacionales de materias primas agrícolas que impulsaron los precios de rubros de origen importado o con un alto porcentaje de insumos importados, como las grasas, aceites y cereales, entre los más destacados.

Durante buena parte del año, incluido el tercer trimestre, el IPC de alimentos procesados también ha resultado impulsado por aumentos en el precio de la carne de res. Esto, debido a una oferta restringida por factores climáticos (El Niño reduce la productividad ganadera), por problemas puntuales asociados con el funcionamiento de frigoríficos, por las mayores exportaciones de carne y también por la aparente presencia de una fase de retención ganadera, cuya característica es la disminución en el sacrificio de ganado, con el consecuente aumento de precios.

Finalmente, la variación anual del IPC de comidas fuera del hogar en septiembre (9,18%) repuntó con respecto a junio (8,11%) (Gráfico 37). Este comporta-

miento no resulta atípico porque las comidas fuera de casa suelen responder con un rezago cercano a los dos o tres meses a la caída en precios de los alimentos. Se espera que este grupo de alimentos comience a registrar menores ajustes anuales en los próximos meses.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

El pronóstico de inflación para finales de 2016 y 2017 disminuyó en este Informe. Se espera que la inflación al consumidor se sitúe dentro del rango meta a lo largo del próximo año.

Los choques de oferta que afectaron la inflación desde 2015 y hasta mediados de 2016 continuarán desvaneciéndose en los próximos trimestres.

Con respecto a lo publicado un trimestre atrás, los pronósticos de crecimiento del PIB presentados en este Informe para todo 2016 y 2017 fueron revisados a la baja. En el escenario más probable el crecimiento se situaría en 2,0% para ambos años.

En 2017 el crecimiento debería estar impulsado por una demanda de los socios comerciales más favorable que en 2016, por unos términos de intercambio en niveles superiores a los observados en 2016 y por una inversión en obras civiles que mantendría su dinamismo

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA LO QUE RESTA DE 2016 Y 2017

Los pronósticos de crecimiento del PIB para lo que resta del año y el próximo presentados en este *Informe* fueron revisados nuevamente a la baja con respecto a lo publicado un trimestre atrás. La información más reciente confirma que se han materializado escenarios que en versiones anteriores de este *Informe* fueron considerados como riesgos a la baja sobre la actividad económica. Es importante señalar que el escenario central de pronóstico aquí presentado no contempla los efectos sobre el sector real de la eventual aprobación de la Reforma Tributaria Estructural presentada por el Gobierno al Congreso de la República, pero sí incluye los ajustes fiscales necesarios para cumplir con lo propuesto en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP), que a su vez garantiza el cumplimiento de la regla fiscal.

En materia de demanda externa, los crecimientos de la actividad económica de nuestros principales socios comerciales (ponderados por comercio no tradicional) han sido más débiles que los proyectados anteriormente. Esto, junto con los pronósticos de nuestros socios comerciales y de los países de la región para el cuarto trimestre del año, ha conllevado una demanda externa débil para todo 2016. Para 2017 se prevé una recuperación moderada de la actividad productiva de nuestros socios comerciales, en parte por un mejor desempeño de las economías de los Estados Unidos y de los países de la región.

La desaceleración de la demanda interna para 2016 será resultado, principalmente, de una caída de la formación bruta de capital.

Lo anterior sucede en un contexto donde en meses recientes los precios internacionales de los bienes básicos presentaron una tendencia al alza. Los pronósticos implícitos de estos precios apuntan a que este comportamiento se mantenga en el cuarto trimestre del año y en 2017. A pesar de ello, el nivel promedio para todo 2016 está por debajo del promedio de 2015. En efecto, el escenario más probable supone un precio internacional del petróleo (de referencia Brent) de alrededor de USD 44 por barril en promedio para 2016, similar al contemplado hace un trimestre (USD 43), pero más bajo que en 2015 (USD 53). Para 2017 se espera un precio que rondaría los USD 52 por barril. El pronóstico para el próximo año contempla un escenario donde se consolida la tendencia observada recientemente para los precios de los *commodities* y en el que se alcanza algún acuerdo para restringir la oferta mundial de crudo.

En cuanto al financiamiento externo, en este *Informe* se mantienen las perspectivas de disponibilidad de liquidez internacional, aunque aumentaron de manera importante los riesgos a que el costo de acceso a dichos recursos se incrementa hacia finales de 2016 y comienzos de 2017. En principio, la desaceleración de las economías de la región, y en particular de la colombiana, supondría algún aumento de la percepción de riesgo. Asimismo, las expectativas del mercado asignan una probabilidad no despreciable a que la Fed incremente su tasa de referencia en el corto plazo, y aún no son claros los efectos del *bretxit* sobre las economías emergentes. En consecuencia, se proyectan déficits en la cuenta corriente del país más cerrados que los previstos un trimestre atrás para el agregado de los años 2016 y 2017, lo que sería consistente con un menor financiamiento externo y un menor dinamismo de la demanda interna.

Todo lo anterior tuvo efectos reales sobre la dinámica del ingreso nacional disponible en 2016, que seguirían observándose en 2017. A ello se deben sumar aquellos efectos derivados de los incrementos acumulados de los precios al consumidor y los de los aumentos acumulados de la tasa de interés entre septiembre de 2015 y julio de 2016, que impactaron los desempeños de la demanda interna de 2016 con alcance en 2017.

Así las cosas, la desaceleración de la demanda interna para 2016 será resultado, principalmente, de una caída de la formación bruta de capital consistente con los nuevos niveles de ingreso y con el cambio en precios relativos entre bienes transables y no transables. Estos ajustes se darán, en particular, en los rubros de inversión de equipo de transporte y de maquinaria para la industria.

Para 2017 también se proyecta un desempeño mediocre de la inversión, aunque sería mayor que el que se registraría en 2016. En este sentido, no se prevén caídas adicionales sobre los ya bajos niveles de inversión distinta de aquella destinada a la construcción de edificaciones y de obras civiles. Asimismo, con la recuperación de los términos de intercambio, se espera que la inversión realizada por el sector petrolero (sector fuertemente castigado en este año) presente contracciones menores, en particular por las actividades de exploración y reactivación de pozos.

Para 2017 también se proyecta un desempeño mediocre de la inversión.

Se espera que la inversión en construcción contribuya positivamente al crecimiento en 2016 y 2017.

Con respecto a la inversión en construcción, en todo 2016 se observarán contribuciones positivas a la expansión del producto. Por un lado, la de edificaciones está siendo impulsada por el componente residencial, favorecida por la consolidación de los planes de vivienda social del Gobierno y por el efecto expansivo de los subsidios a la tasa de interés para compra de vivienda nueva en los estratos bajo y medio. Se prevé que los efectos de estos programas continuarían contribuyendo al crecimiento económico en 2017. Por otro lado, la de obras civiles resulta beneficiada por una mejor ejecución de recursos de los gobiernos regionales y locales, en particular hacia la segunda mitad del año. En este mismo aspecto, en 2017 se incrementarían los pagos por concepto de construcción de vías en el marco de las obras de cuarta generación (4G), lo que aportaría de manera positiva al crecimiento de este rubro del PIB. No obstante, los ajustes fiscales en materia de inversión pública previstos para el próximo en el MFMP año tendrían efectos reales que restarían dinamismo a este componente del producto.

Con respecto al consumo privado, en 2016 se estaría registrando un crecimiento menor que aquel observado en 2015, afín con lo contemplado en el informe trimestral anterior. Los efectos de la inflación al consumidor acumulada a lo largo del año y de los incrementos recientes de las tasas de interés sobre el poder adquisitivo de los ingresos de los consumidores explican la desaceleración. Para 2017 se pronostica un desempeño moderado por cuenta de los efectos rezagados del cambio en la postura de política monetaria y por las perspectivas de un mercado laboral menos dinámico hacia el mediano plazo.

En 2016 el dinamismo del consumo público será menor que el registrado en 2015 (2,8%), como también fue anticipado en el anterior *Informe sobre Inflación*. Para 2017 se prevé una consolidación del ajuste fiscal que sería consistente con el MFMP y con el cumplimiento de la meta de déficit contemplada por la regla fiscal, lo que llevaría al consumo público a registrar un dinamismo mediocre.

Por último, en el agregado del año en curso las exportaciones netas estarían contribuyendo de manera positiva al crecimiento del PIB, lo que continuaría sucediendo en 2017. En este aspecto, en 2016 el desempeño aceptable de las ventas al exterior de productos catalogados como no tradicionales, junto con el buen dinamismo de las exportaciones de servicios, compensa parcialmente la caída de las de productos tradicionales, como lo son el petróleo y el café. Para el próximo año se espera algo similar, con alguna recuperación de las exportaciones tradicionales y un mayor impulso proveniente de los efectos de la depreciación acumulada del peso sobre las industrias no tradicionales y de servicios.

Las exportaciones netas también contribuirían positivamente al crecimiento durante 2016 y 2017.

Por su parte, para las importaciones se espera una contracción para este año, desempeño afín con el menor dinamismo de la demanda interna intensiva en bienes importados (inversión en bienes de capital y consumo durable, principalmente). Para 2017 no se pronostica un crecimiento importante de este rubro del PIB, en parte porque la entrada en plena operación de Reficar promovería en algún grado la sustitución de importaciones de combustibles, lo que redundaría en una corrección aún mayor del déficit comercial.

En 2017 la industria se expandiría a un ritmo superior que el del resto de sectores.

Por ramas de actividad, la depreciación acumulada del peso ha estimulado la producción de varios sectores transables en 2016, en particular el manufacturero. El proceso gradual en la reapertura de Reficar se verá reflejado en unas altas tasas de crecimiento de la elaboración de productos derivados de petróleo. En el resto de subsectores industriales también se registrará un buen ritmo de expansión. Para 2017 se prevé que continúe el proceso de sustitución de importaciones, siendo esto resultado de las mejoras en la competitividad derivadas de la depreciación acumulada, de los esfuerzos por expandir los mercados de los productos nacionales y de la inversión en bienes de capital realizadas en años anteriores. Con todo lo anterior, las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República apuntan a que en 2017 la industria se expandiría a un ritmo superior que el del resto de sectores.

En todo 2016 el sector agropecuario habría registrado un desempeño moderado, luego del gran impulso que esta rama le brindó a la economía colombiana en los años anteriores, en especial por el proceso de renovación cafetera que implicó un aumento de la productividad de los cultivos. En principio, la producción de café cerraría el año en un nivel inferior al observado en 2015, tal y como se anticipaba en la versión anterior de este *Informe*. Esto, debido a las consecuencias adversas que tuvo el fenómeno de El Niño sobre el volumen de producción del parque cafetero, incluso a pesar de las ganancias en productividad por la renovación de cafetales y las inversiones realizadas en años anteriores. En particular, la producción de café estaría siendo superior a la registrada en promedio para la década más reciente, alrededor de 14 millones de sacos, menor que los 14,2 millones de sacos de 2015. Con respecto a los otros productos agrícolas, el debilitamiento de la actividad en 2016, producto de los efectos rezagados del fenómeno de El Niño, se revertirían y permitirían ampliar la oferta agrícola de manera importante en 2017.

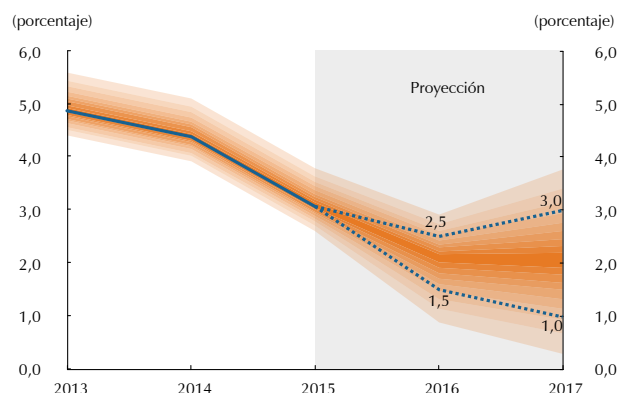
Finalmente, la contracción anual de la rama de la minería en todo 2016 está relacionada con el deterioro de las producciones de petróleo y carbón. Pese a la recuperación reciente del precio de estos *commodities*, frente al año anterior y el último quinquenio los precios se sitúan en niveles inferiores, USD 53 y USD 85 para el precio del petróleo USD 57 y USD 74 para el carbón, respectivamente. La recuperación esperada de estos en 2017 promovería un mejor desempeño de esta rama el próximo año.

Con base en todo lo anterior, la proyección del crecimiento del producto en el escenario más probable se ubica alrededor de 2,0% para 2016 y para 2017 (gráficos 38 y 39), con un rango de pronóstico entre 1,5% y 2,5% para el año curso y de 1,0% y 3,0% para el próximo año (Cuadro 7). Se destaca que la senda central se redujo frente a la presentada en el informe trimestral anterior.

La senda central de pronóstico del PIB para 2016 y 2017 se redujo con respecto al Informe anterior.

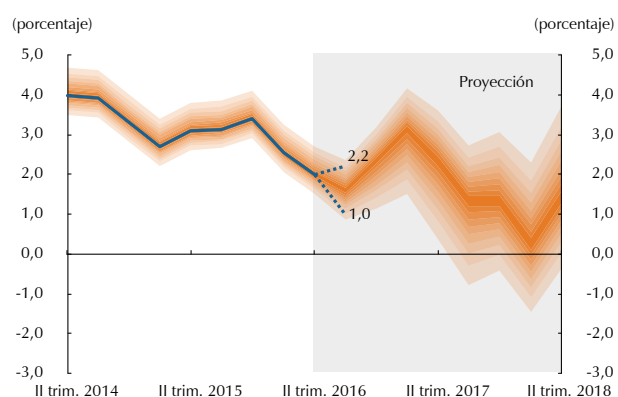
En esta ocasión, el balance de riesgos está sesgado a la baja y la amplitud de los intervalos se mantiene elevada. Esto obedece, en buena parte, a la incertidumbre asociada con el comportamiento de las variables externas. Los principales riesgos en esta dirección están asociados con un menor ritmo de crecimiento de nuestros socios

Gráfico 38
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

comerciales que afecte las exportaciones no tradicionales en los próximos dos años. El principal riesgo alcista está relacionado con un mejor comportamiento del consumo e inversión privados, que podría darse producto de un mayor acceso al financiamiento internacional frente al contemplado en el pronóstico central. De igual manera, es posible que la depreciación acumulada tenga un mayor efecto sobre la producción transable, lo que permitiría una mayor sustitución de importaciones frente a lo contemplado en el escenario central.

De acuerdo con las proyecciones de crecimiento económico, el ejercicio de estimación de la brecha del producto sugiere que esta se habría hecho levemente negativa a comienzos de 2016. Los pronósticos muestran que esta continuaría ampliándose durante este año y el siguiente.

En esta ocasión, la magnitud de la brecha promedio para 2016 es similar a la estimada hace un trimestre. Por su parte, la brecha promedio para 2017 es ahora más negativa que la presentada en el *Informe* anterior. La probabilidad de que la brecha termine 2016 siendo negativa es de un 99% y es de un 95% para 2017 (Gráfico 40).

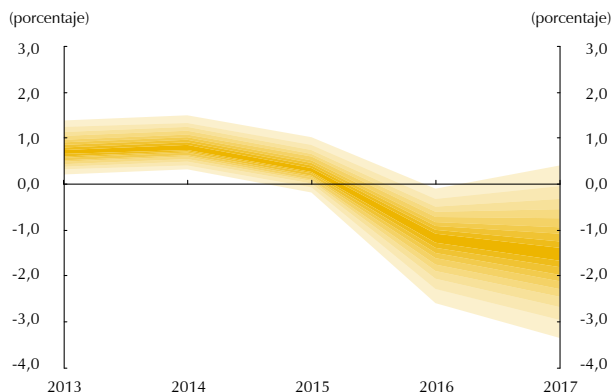
Estos resultados indican que las presiones inflacionarias originadas en la demanda agregada habrían sido bajas y que continuarán siéndolo en el resto del presente año y durante el siguiente.

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

Rango	2016	2017
<3	97,1	81,8
3,0-4,0	2,9	15,0
4,0-5,0	0,0	2,9
5,0-6,0	0,0	0,2
Entre 3 y 5	2,9	17,9
Entre 2 y 4	46,7	48,4
Entre 1,5 y 3	72,0	51,3

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 40
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

Como se había previsto en el *Informe* de junio, durante el tercer trimestre la inflación anual al consumidor quebró la tendencia ascendente que traía desde mediados de 2014 y descendió en agosto y septiembre, los dos últimos meses para los cuales se dispone de información al momento de elaborar este documento. A pesar de ello, las cifras observadas resultaron menores que las proyectadas en junio. El error de pronóstico se concentró especialmente en el IPC de alimentos, pero también fue significativo en el IPC sin alimentos.

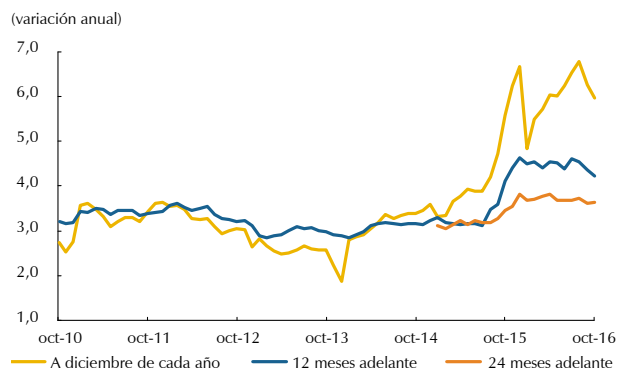
El comportamiento de los precios al consumidor revela que el choque transitorio originado por el fenómeno de El Niño comenzó a ceder en meses recientes y que sus efectos se estarían revirtiendo a un ritmo algo mayor que lo contemplado en la senda central de pronóstico del *Informe* anterior. Algo similar puede afirmarse con respecto al paro camionero, cuyos efectos alcistas sobre los precios en junio y julio cedieron en agosto, una vez el transporte de mercancía en el país se normalizó, como también lo hicieron los niveles de abastecimiento de alimentos. Así mismo, existe evidencia que apunta a que las presiones alcistas por cuenta de la depreciación del peso habrían llegado a un punto máximo en el tercer trimestre y estarían empezando a disminuir.

Con estos antecedentes, la nueva senda central de pronóstico para la inflación total al consumidor, que se presenta en este *Informe*, disminuyó de manera significativa a diversos horizontes frente a la expuesta en el *Informe sobre Inflación* de junio. Algo similar sucedió en el caso de la inflación básica, representada en este ejercicio por el IPC sin alimentos.

Al igual que el *Informe* anterior, en el ejercicio actual la inflación al consumidor presentaría un descenso sustancial para los próximos trimestres. Además de la reversión de los choques de oferta, esta disminución es el resultado de las decisiones de política monetaria adoptadas en trimestres anteriores. El aumento acumulado de las tasas de intervención por 325 pb entre septiembre de 2015 y julio de este año contribuye a la moderación en el crecimiento de la demanda interna y a la reducción de las expectativas de inflación hacia la meta del 3%, entre otros efectos, todo lo cual, a su vez, disminuye la inercia inflacionaria, desestimula la indexación a tasas superiores a dicha meta y, en últimas, facilita el descenso de la inflación en lo que resta del año, y sobre todo en 2017.

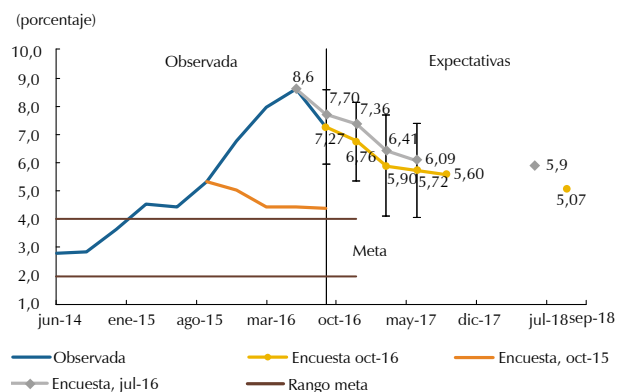
De hecho, a la fecha de redacción de este *Informe*, la caída de la inflación en agosto y septiembre había propiciado una disminución de las expectativas de inflación de acuerdo con los diferentes indicadores disponibles. En el caso de la encuesta mensual a analistas de mercado, la inflación esperada para diciembre de 2016 se

Gráfico 41
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



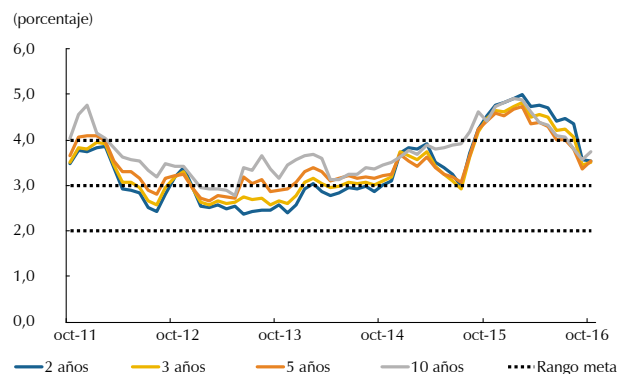
Fuentes: Banco de la República.

Gráfico 42
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: DANE y Banco de la República (*Encuesta trimestral de expectativas*).

Gráfico 43
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 (*Encuesta trimestral de expectativas*) y DANE.

redujo de 6,53% a mediados de julio a 5,98% a mediados de octubre. Para las previstas a diciembre de 2017 también se observó una reducción, aunque de menor magnitud: de 4,24% a 4,16% (Gráfico 41).

La encuesta trimestral efectuada a empresarios, sindicatos y académicos también registró un descenso de las expectativas a diferentes horizontes, como se aprecia en el Gráfico 42. A doce meses, por ejemplo, estas pasaron de 6,1%, según la encuesta de mediados de julio, a 5,6% de acuerdo con la aplicada a mediados de octubre; a veinticuatro meses el descenso fue incluso mayor (de 5,9% a 5,15). Por su parte, las expectativas derivadas de los TES a dos, tres y cinco años pasaron de niveles superiores a 4,0% en julio a niveles cercanos al 3,5% a mediados de octubre (Gráfico 43).

El cambio más destacado en materia del pronóstico central de inflación de este *Informe* tiene que ver con un descenso más pronunciado en la variación anual del IPC de alimentos, y en particular en los precios de los alimentos perecederos, frente a lo contemplado en el *Informe* de junio. Como ha sucedido en épocas de El Niño, en esta oportunidad los altos precios de los alimentos observados desde mediados de 2015 también estimularon las siembras, aumentando la oferta para los últimos meses del año 2016. Adicionalmente, la normalización de las condiciones climáticas con el aumento de las lluvias ha favorecido la productividad. Todo esto está y seguirá permitiendo el descenso, o frenado las alzas, de los precios de muchos alimentos perecederos o de ciclo corto, como el arroz. De acuerdo con los modelos del Banco y con las experiencias anteriores, dicha situación debería mantenerse durante el cuarto trimestre de 2016 y a lo largo de buena parte del primer semestre de 2017.

Por otro lado, en la medida en que en este *Informe* se espera una relativa estabilidad del tipo de cambio para los próximos trimestres, y que no se anticipan alzas en los precios internacionales de las materias primas agrícolas importadas por el país, los precios de los alimentos sensibles a estas variables tampoco deberán mostrar alzas significativas. Así mismo, el IPC de las comidas fuera del hogar, un componente importante de la subcanasta que hasta septiembre mostraba ajustes anuales de consideración (capítulo

En esta ocasión se espera un descenso más pronunciado de la variación anual del IPC de alimentos.

III), deberá registrar alzas cada vez más moderadas en los próximos trimestres, acordes con los precios de alimentos más bajos y con una demanda interna que será poco dinámica. En fenómenos de El Niño anteriores la variación anual del IPC de comidas fuera del hogar comenzó a descender con un rezago de un trimestre con respecto al quiebre de los precios de alimentos.

La revisión a la baja en las proyecciones no solo cobijó al IPC de alimentos, sino también al IPC sin alimentos, y esto obedeció a diferentes razones. En primer lugar, la disminución más rápida de la inflación de alimentos, explicada arriba, repercute en el IPC sin alimentos vía menores expectativas de inflación y una indexación de precios a niveles de inflación total más bajos. Estos efectos de segunda ronda debidos a la desaparición de los choques de oferta de alimentos se sentirían en especial en los IPC de transables y no transables sin alimentos ni regulados, cuya dinámica es altamente dependiente de las expectativas y de la inflación pasada.

En segundo lugar, para este *Informe* se revisó a la baja el crecimiento económico de Colombia para lo que resta de 2016 y para 2017, con un consumo de los hogares que continúa ajustándose todavía a los menores niveles de ingreso nacional que se derivan de la caída de los términos de intercambio desde mediados de 2014 y hasta comienzos de 2016, junto con una inversión con crecimientos mínimos en el mejor de los casos. Esta demanda interna más débil lleva a estimar una brecha del producto algo más negativa para los próximos trimestres que la contemplada en el *Informe* pasado (como se muestra en la primera parte de este capítulo), lo cual incide en un descenso de la proyección del IPC de no transables, principalmente.

La senda central de pronóstico no contempla una depreciación importante del tipo de cambio nominal durante el cuarto trimestre de este año y a lo largo de 2017, teniendo en cuenta que no se esperan interrupciones importantes en los flujos de capital hacia el país, y que la demanda por importaciones sería poco dinámica según se explica en el capítulo I de este *Informe*. Así las cosas, para los próximos trimestres no se esperan presiones inflacionarias originadas en la tasa de cambio, diferentes a las que se han venido observando como consecuencia de la depreciación acumulada ocurrida entre mediados de 2014 y comienzos de 2016. La transmisión de dicha depreciación a los precios al consumidor deberá desvanecerse en los próximos trimestres, como ya parece haber empezado a suceder en el tercer trimestre. Mientras este proceso se completa, los ajustes de precios de los bienes y servicios más sensibles al tipo de cambio continuarán mostrando ajustes relativamente altos, aunque en descenso.

Para los próximos trimestres no se esperan presiones inflacionarias originadas en la tasa de cambio.

En la senda central de este *Informe*, los ajustes salariales continuarían efectuándose a tasas superiores a la meta de inflación del 3,0%, dado que la inflación terminaría 2016 por encima de este nivel y que dicha variable tiene un fuerte componente indexado. Sin embargo, se espera que al finalizar el año, y con el descenso de la inflación, dichos ajustes se moderen. Además, dados los pronósticos de lento crecimiento para el próximo año, es probable que el mercado laboral presente una condición más holgada en 2017 que en 2016, lo que limitaría los

El IPC sin alimentos también contribuirá al descenso esperado de la inflación.

aumentos salariales. Por tanto, la inflación seguiría sometida a presiones alcistas por cuenta de los costos laborales, sobre todo a comienzos de 2017, pero en menor medida que lo observado en 2016, y estas presiones deberán ir desapareciendo a lo largo del año.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, el ejercicio de pronóstico que se presenta en este *Informe* muestra una senda central para la inflación total al consumidor que desciende de manera importante en el cuarto trimestre de 2016, terminando el año por debajo del nivel alcanzado en diciembre de 2015, algo que no se preveía en el *Informe* anterior. La tendencia descendente de la inflación se acentuará en el primer trimestre del año entrante y se extenderá hasta el segundo, cuando se espera que la inflación se sitúe un poco por debajo del techo del rango meta de largo plazo (entre 2% y 4%), en donde se mantendría durante el segundo semestre.

El descenso pronunciado de la inflación en los próximos dos trimestres sigue estando a cargo de los precios de los alimentos y del desvanecimiento del choque de El Niño, principalmente. Según este *Informe*, la reversión del choque sería más rápida y marcada que lo que se consideró en la edición de septiembre.

Sin embargo, por las razones que se explicaron, a la disminución de la inflación también contribuiría el IPC sin alimentos con sus tres subcanastas principales. En el caso de la variación anual de transables y no transables, se esperan descensos a lo largo de 2017, con niveles que son inferiores a los contemplados en el *Informe* pasado. En regulados, la disminución sería menor que la contemplada anteriormente. En esta última canasta se tuvieron en cuenta algunos aumentos en las tarifas del acueducto que se presentarían a finales de año o comienzos del próximo, y en las de taxi en Bogotá a partir de octubre del presente año.

De esta manera, la inflación básica medida con el IPC sin alimentos disminuiría en el último trimestre de 2016, y durante 2017 continuaría con un descenso gradual, aunque manteniéndose siempre por encima del techo del rango meta. La convergencia hacia el 3,0% ocurriría posteriormente.

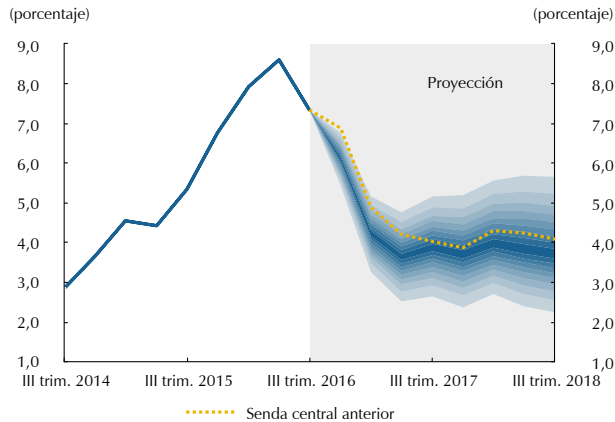
C. BALANCE DE RIESGOS

El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *fan chart* de los gráficos 44 y 45. Para este *Informe* se estima un *fan chart* balanceado para lo que resta de 2016, con un sesgo al alza desde mediados de 2017. La actual senda central de pronóstico de inflación disminuyó (Gráfico 44), y tanto aquella como el balance de riesgos presentado a continuación fueron contruidos sin incluir los efectos que podría tener la reforma tributaria radicada por el Gobierno en el Congreso. Para este *Informe* se mantuvo en niveles altos la amplitud del *fan chart* (que mide la incertidumbre que acompaña los pronósticos), debido a la alta incertidumbre que se mantiene alrededor del consumo público y privado, y sobre el desempeño del contexto externo.

Para 2017, el balance de riesgos presenta un sesgo al alza para la inflación.

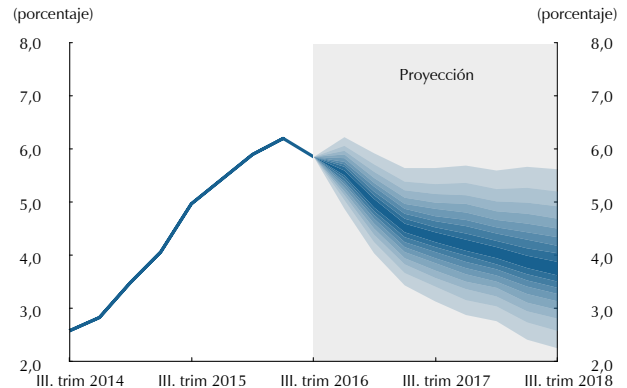
Los riesgos al alza considerados en esta oportunidad son los siguientes:

Gráfico 44
Fan chart de la inflación total



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 45
Fan chart de la inflación sin alimentos



Fuente: Banco de la República.

Mayor depreciación por riesgos en el contexto internacional: el nivel del tipo de cambio ha alcanzado cierta estabilidad desde el segundo trimestre de este año, pero existen riesgos en el contexto internacional que podrían llevar a que se presente una mayor depreciación que la contemplada en el escenario central de inflación. Dentro de estos riesgos se encuentra la posibilidad de que la recuperación esperada del precio del petróleo no se materialice y, de hecho, que se presente una disminución en sus cotizaciones. Lo anterior, en la medida en que la interrupción actual que ha presentado la oferta de petróleo no ha sido resultado del acuerdo de los grandes productores, sino que se vincula a choques de oferta asociados con fenómenos no económicos (como las interrupciones de la producción en Canadá, Kuwait o Nigeria, entre otros). Así, no se descarta que se observe una recuperación no anticipada de la oferta, como tampoco un nuevo incremento proveniente de los Estados Unidos (motivado por los actuales niveles de precios). Adicionalmente, por el lado de la demanda podría ocurrir una disminución, si la magnitud de los efectos de factores como el *brexít* o la materialización de los riesgos financieros en China afectan la demanda agregada mundial. En conjunto esto llevaría a una caída del precio del petróleo, con sus efectos sobre la depreciación.

Otro aspecto que podría tener repercusiones sobre la tasa de cambio sería un incremento no anticipado de la tasa de interés por parte de la Fed. La precepción actual señala que solo presentaría un leve incremento a finales de 2016 y un segundo aumento durante 2017, pero las noticias favorables provenientes del mercado laboral (con una tasa de desempleo cercana a la del pleno empleo) podrían hacer que tal postura cambie. Este escenario podría afectar las condiciones de acceso al financiamiento externo, al traducirse en menores entradas de capitales y, por ende, en una mayor depreciación del peso. La ocurrencia de estos eventos se reflejaría en variaciones anuales más altas del IPC de transables y del IPC total frente a la senda central de pronóstico.

Un incremento de la tasa de interés de la Fed representa un riesgo alcista para la inflación.

Activación de mecanismos de indexación de precios y salarios: para 2016 es altamente probable que la inflación se ubique por encima del rango meta, haciendo factible que ocurran ajustes salariales por encima del 3% durante 2017. Asimismo, los agentes formadores de precios podrían efectuar ajustes automáticos en función del comportamiento de la inflación total, debido a los diversos mecanismos de indexación que operan en la economía colombiana. Estos hechos influirían en la posibilidad de que se registre una inercia inflacionaria mayor que la implícita en los modelos de pronóstico, los cuales fueron estimados y calibrados en períodos de una inflación menor que la actual, cuya inercia inflacionaria era más baja. En este sentido, la actual senda de inflación podría estar subestimada, sobre todo la de 2017. Además de afectar el nivel de inflación proyectada, la activación de los mecanismos de indexación también impactaría la velocidad de convergencia hacia la meta.

Incrementos no esperados de los precios de los alimentos para 2017 debido a fenómenos climáticos u otros choques de oferta: la probabilidad de que se presente el fenómeno de La Niña ha aumentado en los últimos meses, alcanzando un 70% (frente al 60% previsto en la elaboración del *Informe* anterior). Aunque el pronóstico actual señala que la intensidad del fenómeno sería moderada, no puede descartarse que esta sea alta y que tenga efectos adversos sobre la oferta agropecuaria en lo relacionado con la producción y distribución de alimentos perecederos. Adicionalmente, existe el riesgo de que se presente una prolongación del ciclo de retención ganadera hacia 2017, lo que sumaría presiones al alza adicionales en los precios de los alimentos. Es importante destacar que, de ocurrir, se esperaría que estos riesgos solo se materialicen en 2017, ya que a corto plazo, y como se explica más adelante, los riesgos en los precios de alimentos estarían sesgados a la baja.

Los principales riesgos a la baja son los siguientes:

Una demanda externa menor a la prevista en la senda central de pronóstico: el efecto del *brexit* sobre la economía global sigue rodeado de gran incertidumbre, en la medida en que no es clara la forma como se vayan a reconfigurar las relaciones de la inversión y el comercio en Europa. Esta alta incertidumbre puede terminar afectando las decisiones de inversión en dicha región, y mediante diversos canales, lo cual puede repercutir en otras economías avanzadas y emergentes. Adicionalmente, se observa un surgimiento y fortalecimiento de discursos políticos antintegración en economías avanzadas que, de consolidarse, podrían repercutir en el desempeño económico global. Por otro lado, una eventual inestabilidad financiera en China sería un obstáculo para el cumplimiento de la meta de crecimiento contemplado por sus autoridades, lo que dificultaría su transición hacia una economía más sustentada por el consumo interno, con implicaciones negativas de diversa índole sobre la economía global. En la región se mantiene una alta incertidumbre acerca del desempeño económico de países como Ecuador y Venezuela. La materialización de este tipo de riesgos tendría repercusiones tanto en la demanda externa como interna colombiana, las cuales ejercerían presiones a la baja sobre la inflación al consumidor.

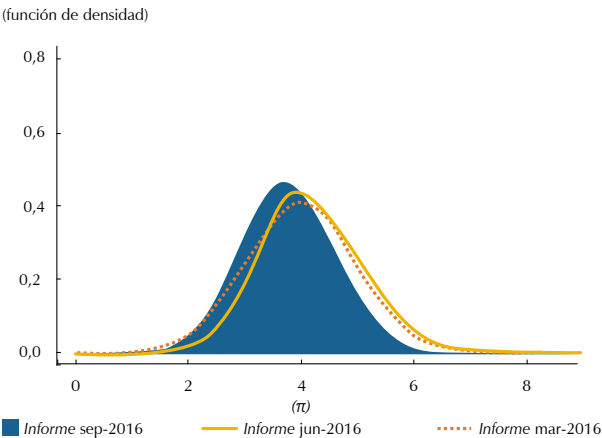
Existe el riesgo de que una menor demanda externa afecte la inflación a la baja.

La probabilidad de que la inflación se encuentre dentro del rango meta para diciembre de 2017 aumentó en este Informe.

Una caída de los precios de los alimentos perecederos más allá de la prevista hacia finales de 2016 y comienzos de 2017: la respuesta favorable de los precios de los alimentos con la normalización de las condiciones climáticas luego de la desaparición del fenómeno de El Niño podría ser mayor que la esperada. Esto implica que su descenso sería más pronunciado en el corto plazo, lo que generaría presiones a la baja sobre la inflación total, más importantes que las contempladas en la senda central. Este comportamiento ayudaría a que la inflación tuviera una convergencia más rápida a la meta, y más si se registra una respuesta favorable de las expectativas de inflación, con un menor impacto de la indexación.

Dado el conjunto de riesgos presentado, su balance sugiere que la probabilidad de que la inflación total se ubique dentro del rango meta en 2016 es baja, pero aumenta a 59% para 2017, siendo este valor mayor que el presentado en el Informe pasado, cuando dicha probabilidad alcanzaba un 42% (cuadros 8 y 9). De hecho, el Gráfico 46 muestra que el valor más probable del pronóstico de inflación para diciembre de 2017 descendió frente a los informes de marzo y junio de 2016. Asimismo, muestra que la distribución se desplazó a la izquierda, indicando una mayor probabilidad de que la inflación se sitúe entre 2% y 4% a finales de 2017. Vale la pena resaltar que la amplitud de la función de densidad de los pronósticos que se muestra en los gráficos 44 y 45, según el área sombreada, solo incluye el 90% de esta. Estos resultados, al igual que el pronóstico central, suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de política se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta.

Gráfico 46
Corte transversal del fan chart de inflación total para diciembre de 2017



Fuente: Banco de la República.

Cuadro 8
Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2017 esté entre 2% y 4% (porcentaje)

Informe de marzo de 2016	48,6
Informe de junio de 2016	42,0
Informe de septiembre de 2016	58,9

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Cuadro 9
Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación total
(porcentaje)

Rango	2016	2017
<2,0	0,0	2,0
2,0-2,5	0,0	5,0
2,5-3,0	0,0	12,0
3,0-3,5	0,0	20,0
3,5-4,0	0,0	23,0
>4,0	100,0	39,0
Entre 2 y 4	0,0	59,0

Fuente: cálculos del Banco de la República.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

En los últimos trimestres la economía colombiana continuó ajustándose tras el choque negativo a los términos de intercambio.

Además de la fuerte depreciación real del peso observada en la segunda mitad de 2014 y en 2015, dicho ajuste se ha reflejado en un déficit en la cuenta corriente menor que el previsto, en la desaceleración del endeudamiento del sector privado y en algunas correcciones en el mercado de vivienda. No obstante, los niveles de algunas de estas variables permanecen aún cerca de su máximo histórico. Se espera que este proceso continúe de manera gradual durante el próximo año.

En los últimos trimestres la economía colombiana continuó ajustándose, en gran parte como respuesta al deterioro del ingreso nacional debido, a su vez, a la caída de en los precios del petróleo registrada desde mediados de 2014. La desaceleración de la actividad económica ha sido algo más acentuada que la prevista, pero moderada si se compara con la magnitud y rapidez de la caída de los términos de intercambio y su efecto negativo sobre el ingreso del país, principalmente sobre las finanzas públicas⁸.

De esta forma, las nuevas cifras de actividad económica indican que el exceso de gasto sobre el ingreso se está reduciendo a un ritmo algo más rápido que el proyectado. La demanda interna se ha debilitado, principalmente la del consumo de bienes durables y la de inversión en maquinaria y equipo para la minería. El ajuste también se ha visto reflejado en un déficit de la cuenta corriente menor que el previsto, pero con unos niveles con respecto al producto todavía altos. Las importaciones siguen cayendo, en parte como consecuencia de la desaceleración de la demanda interna. Las exportaciones continúan con un pobre desempeño,

⁸ También, si dicha desaceleración se contrasta con el bajo crecimiento registrado por otros países de la región luego de enfrentar un choque negativo a su ingreso nacional, menor y más lento que el presentado en Colombia. Véase el Recuadro 1: Disminución de los precios de los productos básicos y sus efectos sobre las economías de Chile, Perú y Colombia, *Informe* de la Junta Directiva al Congreso de la República, de julio de 2016.

Las nuevas cifras de actividad económica indican que el exceso de gasto sobre el ingreso se está reduciendo a un ritmo algo más rápido que el proyectado.

explicado por el descenso en la producción de algunos bienes básicos mineros, y por un crecimiento bajo de la demanda externa e inferior al proyectado. Aunque en lo corrido de 2016 la tasa de cambio (nominal y real) moderó su tendencia hacia la depreciación registrada desde mediados de 2014, su efecto acumulado continúa contribuyendo al ajuste del déficit comercial externo.

El anterior comportamiento macroeconómico ha ocurrido en un entorno de amplia liquidez mundial, el cual ha sido fundamental para el acceso al financiamiento externo del país a un costo bajo. Esto ha permitido suavizar el impacto del deterioro del ingreso nacional y ha contribuido al ajuste gradual que viene registrando la economía colombiana. No obstante, existe el riesgo de que en el mercado de crédito mundial se aumente la percepción de riesgo para aquellos países que han visto un deterioro en sus ingresos y/o sean muy vulnerables ante choques externos adicionales. Por tanto, una reforma tributaria estructural que permita incrementar los recaudos del Gobierno, es una acción necesaria que contribuye al crecimiento de largo plazo, al reforzar la sostenibilidad fiscal, propender por la estabilidad macroeconómica y preservar la calificación crediticia del país.

A continuación se presenta la dinámica reciente de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el endeudamiento y los precios de la vivienda, variables que han sido identificadas por la literatura como claves para entender los desbalances que puede estar sufriendo la economía y su proceso de ajuste. Además se presenta un indicador agregado (índice de desbalance macroeconómico –IDM)⁹ que combina las brechas estimadas para dichas variables frente a sus niveles de largo plazo.

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

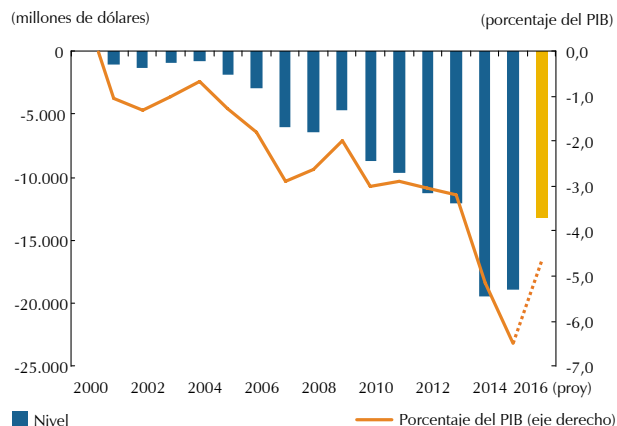
Con corte al primer semestre de 2016, las cifras de la balanza de pagos muestran que el déficit en la cuenta corriente ha seguido corrigiéndose. A junio fue equivalente a 4,8% del PIB semestral, lo que representa una disminución de 1,5 pp frente al observado en igual periodo de 2015. Como se mencionó en el primer capítulo de este *Informe*, para todo el año se prevé un déficit de 4,7% del PIB, menor en 1,8 pp al del año anterior y en 0,6 pp a lo proyectado un trimestre atrás. Para 2017, el déficit externo se estima en torno al 3,7% del PIB (Gráfico 47).

Este ajuste, que en gran parte refleja la desaceleración de la demanda interna, se ha dado en un contexto externo caracterizado por: i) unos términos de intercambio que se han recuperado frente a los mínimos alcanzados a comienzos de año, pero que permanecen en niveles bajos, ii) una amplia liquidez internacional, que ha implicado un bajo costo del financiamiento externo, a pesar de algunos aumentos en la prima de riesgo del país frente al promedio de 2015, y iii) una demanda externa débil y menor que la proyectada.

El acceso al financiamiento externo a un costo bajo ha permitido suavizar el impacto del deterioro del ingreso nacional y ha contribuido, en parte, al ajuste gradual que viene registrando la economía.

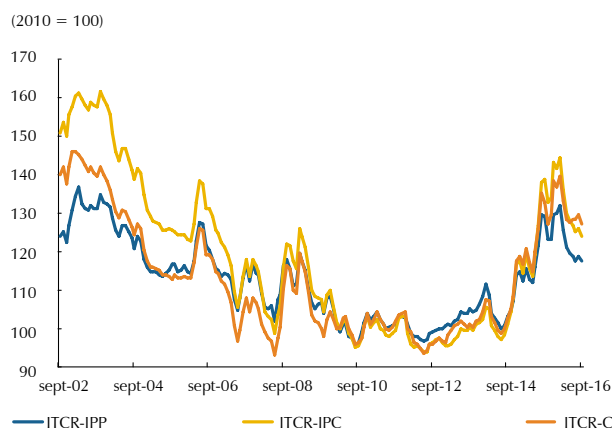
⁹ Véase Arteaga, Huertas y Olarte (2012). “Índice de desbalance macroeconómico”, Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República.

Gráfico 47
Déficit en la cuenta corriente



Fuente: Banco de la República

Gráfico 48
Índices de la tasa de cambio real



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

Fuente: Banco de la República.

En este entorno la tasa de cambio nominal frente al dólar se ha estabilizado y la tasa de cambio real multilateral se ha apreciado levemente. Detrás del fortalecimiento real del peso estaría la mejora de los términos de intercambio y las bajas tasas de interés externas, que en algunos casos son incluso negativas, y favorecen los flujos de capital hacia las economías emergentes. Pese al comportamiento reciente, la tasa de cambio real del peso frente al promedio de los principales socios comerciales permanece entre un 15% y un 25% más depreciada que el promedio observado entre 2010 y 2014 (Gráfico 48)

En el escenario central de pronóstico de este *Informe* se estima que las condiciones externas actuales se mantendrían sin cambios abruptos en lo que resta de 2016 y en 2017. Esto implica que los ingresos externos del país se recuperarían un poco por cuenta de unos términos de intercambio que seguirían relativamente bajos, pero que presentarían alguna mejora adicional. En lo referente a los egresos, se espera que continúe la sustitución de importaciones que se ha observado en algunos sectores (véase Recuadro 2, p. 46). Adicionalmente, se proyecta que no aumente de manera significativa el costo del financiamiento externo gracias, en parte, al cambio moderado de la postura monetaria de las economías avanzadas sin consecuencias importantes sobre las primas de riesgo de los países emergentes. En esas condiciones el ajuste del desbalance externo continuaría de forma gradual.

No obstante, varias situaciones podrían hacer que el entorno internacional se deteriore para Colombia. La leve mejora que se proyecta en los términos de intercambio obedece, en buena medida, a que los precios

de los bienes exportados (principalmente de los bienes básicos) tendrían leves repuntes debido a situaciones puntuales de oferta, los cuales podrían tener un impacto menor al previsto (por ejemplo, el acuerdo de la OPEP para restringir la oferta de crudo).

De igual forma, el crecimiento mundial podría ser menor que el proyectado e impactar negativamente la demanda por *commodities*. Esto tendría un efecto a la baja sobre los términos de intercambio del país y, por tanto, sobre el ingreso nacional. Si, además, no se recuperan los países de la región que son destinos importantes para las exportaciones de productos manufacturados, la dinámica prevista para las ventas externas de este tipo de bienes será menor.

Por otro lado, el financiamiento externo podría encarecerse. Las condiciones en las que accede el país a los capitales extranjeros dependen de múltiples factores, tanto internos como externos. Incrementos en las tasas de interés internacionales más pronunciados que los previstos, una mayor aversión al riesgo mundial o en la percepción de riesgo del país podrían aumentar el costo del financiamiento externo, tanto para el sector privado como para el sector público.

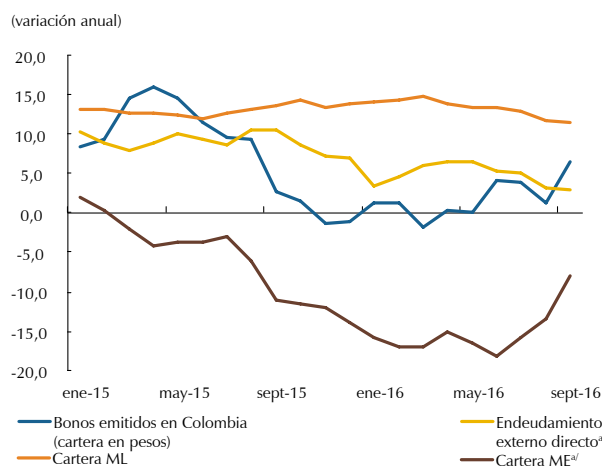
La materialización de cualquiera de los anteriores riesgos podría disminuir el acceso al financiamiento externo del país y hacer que el cierre del déficit de la cuenta corriente sea más fuerte que el previsto, incluso superior que el coherente con el deterioro del ingreso nacional. Esto también implicaría un aumento económico inferior que el proyectado en este *Informe*. En este contexto, como se mostrará a continuación, la moderación en el crecimiento de la deuda del sector privado es un camino necesario para fortalecer el sector y tener mayor resistencia al momento de enfrentar choques adversos. Adicionalmente, es importante preservar la calificación crediticia del país, para lo cual, según lo han manifestado las distintas agencias calificadoras, es fundamental una reforma tributaria que garantice la sostenibilidad fiscal.

B. ENDEUDAMIENTO

En el último año ha continuado la desaceleración del endeudamiento del sector privado. Buena parte de ese menor crecimiento lo explica el comportamiento de la cartera en pesos del sistema financiero, que es el principal componente y cuya reducción en el ritmo de aumento ha sido leve pero sostenida desde marzo. El endeudamiento directo con el exterior también ha disminuido su ritmo de expansión

desde mayo. Por el contrario, las emisiones de bonos en el mercado local han mostrado un mayor dinamismo que en meses pasados y la cartera en moneda extranjera, un menor decrecimiento (Gráfico 49).

Gráfico 49
Endeudamiento del sector privado



Nota: incluye crédito bancario en moneda legal y extranjera, titularizaciones de cartera hipotecaria, colocaciones de bonos en el mercado local y financiamiento externo directo (préstamos con la banca extranjera, con proveedores o con la casa matriz, así como emisiones de bonos en el exterior).

a/ Expresado en dólares estadounidenses.

Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con la *Encuesta trimestral sobre la Situación del Crédito en Colombia* de septiembre, los intermediarios perciben una menor demanda en los préstamos comerciales y de consumo, al tiempo que se han incrementado las exigencias para otorgar este tipo de créditos. Vale la pena mencionar que estas dos modalidades representan en conjunto más del 80% de la cartera en pesos del sistema financiero. En el caso de la vivienda, los establecimientos de crédito manifestaron que perciben un menor crecimiento en la demanda por este tipo de préstamos y que las exigencias se han mantenido (bancos) o aumentado (cooperativas).

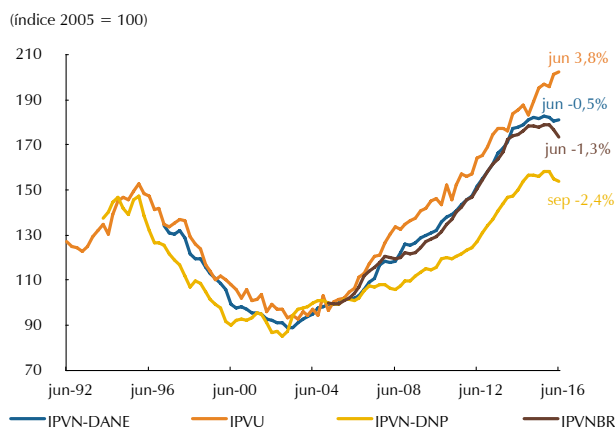
La desaceleración de la cartera ha ocurrido en un contexto de demanda interna débil, de niveles históricamente

altos de la deuda privada relativa al producto, y de incrementos en las tasas reales de interés de política, de ahorro y de crédito. También, se han registrado leves aumentos en los indicadores de riesgo de la cartera, que han llevado a los intermediarios y que han llevado a los intermediarios a esforzarse más por seleccionar cuidadosamente los deudores.

La moderación en el crecimiento de la cartera en un entorno de deterioro del ingreso nacional es un proceso necesario, el cual contribuye al crecimiento sostenible de largo plazo y a la estabilidad macroeconómica del país. Por un lado, el sistema financiero ajusta sus exigencias de crédito para seleccionar los clientes y proyectos que siguen siendo viables para así garantizar la sostenibilidad del sistema. Por otro lado, en un momento en que los niveles de endeudamiento (relativo al PIB) son altos frente a los valores históricos del país, el esfuerzo por parte de los deudores de reducir su apalancamiento y fortalecer sus balances los pone en una situación más sólida para enfrentar choques adversos.

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

Gráfico 50
Precios de la vivienda en Colombia
(relativos al IPC)



Nota: información al segundo trimestre de 2016 para el IPVN-DANE, IPVN DNP y el IPVU. Para el IPVNBR el último dato corresponde al tercer trimestre de 2016.
Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

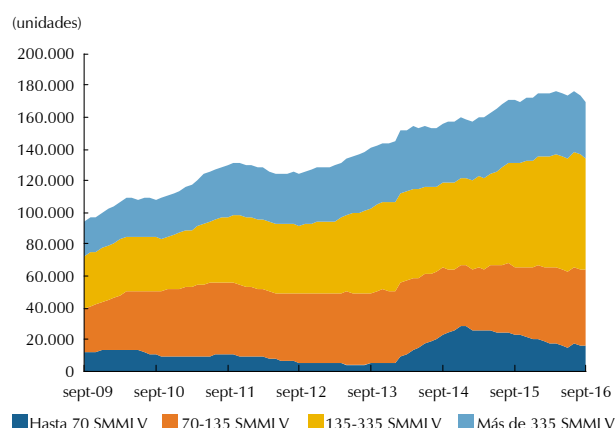
Los precios del mercado de vivienda relativos al IPC continuaron ajustándose. Para la vivienda nueva, y con información a junio de 2016, los precios tuvieron un decrecimiento de 0,5% anual según el índice del DANE (IPVN-DANE) y de 1,3% según los cálculos del DNP (IPVN-DNP) para Bogotá; de igual forma, con corte a septiembre, el índice del Banco de la República para la vivienda nueva muestra un descenso de 2,4% anual (IPVN-BR). Para la vivienda usada, el índice de precios calculado por el Banco aumentó un 3,8% por encima de la inflación al consumidor. Sin embargo, los precios permanecen cerca de los máximos históricos (Gráfico 50).

El comportamiento de las cantidades sugiere que la oferta está amplia en relación con la demanda por vivienda. Según las cifras de Camacol, las ventas de vivienda (en unidades) alcanzaron un máximo en la primera mitad

del año y desde entonces han empezado a declinar gradualmente (a septiembre cayeron 0,6% anual en el acumulado a doce meses) (Gráfico 51). Por el contrario, la oferta ha mantenido una expansión sostenida de aproximadamente 9% anual en lo corrido del año (Gráfico 52). En el caso de la vivienda usada, las cifras para Bogotá, tomadas de La Galería Inmobiliaria también sugieren que el porcentaje de inmuebles disponibles para la venta en los estratos 4, 5 y 6 ha aumentado.

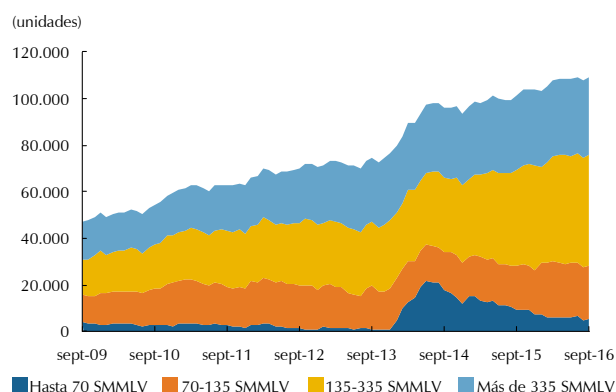
Por otro lado, varios indicadores apuntan a que la vivienda estaría siendo menos atractiva como inversión de lo que fue en años anteriores, entre los que se destacan:

Gráfico 51
Ventas de vivienda nueva por rango de precio^{a/}
(acumulado doce meses)



a/ Incluye información de trece regionales.
Fuente: Camacol.

Gráfico 52
Unidades de vivienda nueva disponibles para la venta
según rango de precio^{a/}



a/ Incluye información de trece regionales.
Fuente: Camacol.

- El comportamiento de los precios de la vivienda, que puede estar señalando el fin de la parte ascendente del ciclo y, por tanto, menores expectativas de valorizaciones hacia el futuro.
- Los arriendos también vienen creciendo menos que la inflación al consumidor, lo que desestimula la compra de una segunda vivienda para arrendar.
- Otros activos como los TES o las acciones han mostrado valorizaciones importantes en lo corrido del año, incluso los depósitos a término tienen una tasa de interés más alta en la actualidad, por lo que los activos financieros se constituyen en alternativas de inversión, por lo menos a corto plazo.
- El costo de los créditos hipotecarios se ha incrementado.

Además de estos factores, otros elementos, como la misma desaceleración de la economía, el leve incremento en la tasa de desempleo y el deterioro de la confianza de los consumidores, también puede desestimular la demanda por vivienda.

Así, es probable que en los próximos trimestres el mercado inmobiliario continúe con un ajuste en el crecimiento de los precios y en las cantidades transadas. Este proceso es necesario para garantizar la sostenibilidad del sector, que es intensivo en mano de obra y financiamiento.

D. ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

En los últimos trimestres el déficit en la cuenta corriente, el endeudamiento del sector privado y los precios de la vivienda han registrado correcciones, coherentes con el proceso de ajuste por el que viene atravesando la economía; sin embargo, todavía permanecen en niveles que se pueden calificar como históricamente altos. La tasa de cambio real, que fue la variable que reaccionó más rápidamente tras la caída del precio del petróleo, en lo corrido del año se ha apreciado un poco, pero permanece en niveles superiores al promedio desde el inicio del esquema de inflación objetivo.

Al incorporar la evolución de estas variables y las proyecciones presentadas en los capítulos anteriores, el IDM sugiere que en 2016 los desbalances macroeconómicos de la economía se han seguido corrigiendo, a un ritmo algo mayor que el observado en 2015. No obstante, en el caso de la tasa de cambio real (TCR) y

Gráfico 53
Índice de desbalance macroeconómico

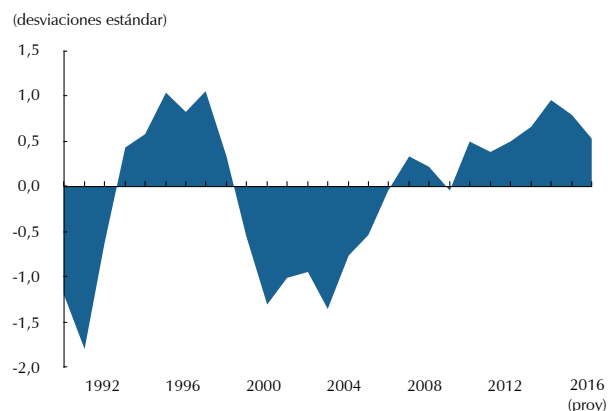
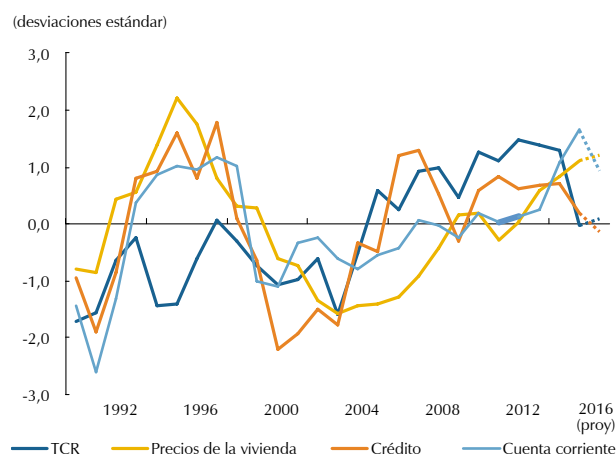


Gráfico 54
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito^{a/}



(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 el negativo de la misma, de forma tal que en todos los casos brechas positivas indiquen desbalances.
Fuente: Banco de la República.

de los precios de la vivienda, la corrección parecería ser menor que la contemplada en las proyecciones del pasado *Informe* trimestral (Gráfico 53).

Con las estimaciones actuales, el IDM se sitúa en niveles similares al promedio calculado desde 2010, y cercano al valor registrado en 2013, previo al choque negativo a los términos de intercambio. Para ese año, la economía mostraba signos de excesos de gasto reflejados en un creciente déficit externo, la TCR parecía estar sobrevaluada, el crédito se expandía de forma rápida y la vivienda se valorizaba varios puntos por encima de la inflación al consumidor. Según las nuevas estimaciones, las variables que ya han registrado correcciones importantes son la TCR y el crédito, las cuales explican la mayor parte del ajuste del IDM (Gráfico 54).

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 2016 y 2017. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 31 de octubre de 2016.

1. Proyecciones para 2016

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 2,13%; es decir, 35 pb menos que el estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior.

Cuadro A1
Proyecciones para 2016

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza valores	1,80	6,00	3300	6,95	4,30	10,20
ANIF	2,20	6,30	n.d	7,50	2,90	10,40
Banco de Bogotá ^{a/}	2,30	5,85	2900	7,72	3,90	9,80
Bancolombia	2,00	5,90	2910	6,95	4,10	10,00
BBVA Colombia ^{a/}	2,20	6,20	3040	7,49	3,90	10,30
BTG Pactual	2,30	6,09	3080	n.d	3,30	9,60
Corficolombiana	2,20	5,90	2750	5,75	3,90	9,30
Corpbanca ^{a/} , ^{b/}	2,00	6,10	3025	7,10	3,30	10,10
Corredores Davivienda ^{a/} , ^{c/}	2,10	5,92	3100	7,25	3,90	9,53
Credicorp Capital ^{d/}	2,30	6,00	2900	7,86	2,50	10,10
Davivienda ^{a/}	2,10	5,92	3100	7,25	3,90	9,53
Fedesarrollo ^{a/}	2,20	5,90	n.d	n.d	3,90	n.d
Ultraserfinco ^{e/}	2,00	6,00	2950	7,30	3,90	9,50
Promedio	2,13	6,01	3005	7,19	3,67	9,86
Analistas Externos						
Citibank-Colombia	1,70	5,60	3100	7,10	3,90	10,00
Deutsche Bank	2,10	6,30	3024	n.d	4,10	9,70
Goldman Sachs	1,90	6,10	3100	n.d	4,00	n.d
JP Morgan	1,80	6,20	3050	n.d	3,90	n.d
Promedio	1,88	6,05	3069	7,10	3,98	9,85

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antiguo Banco Santander.

c/ Antiguo Corredores Asociados

d/ Antiguo Correal

e/ Antiguo Ultrabursátiles

n.d.: no disponible

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2017

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza valores	2,00	5,30	3500
ANIF	2,80	4,00	n.d
Banco de Bogotá	3,00	4,00	2900
Bancolombia	2,60	3,90	2950
BBVA Colombia	2,40	3,90	2957
BGT Pactual	2,60	3,90	3140
Corficolombiana	3,00	3,90	2700
Corpbanca ^{a/}	2,70	4,10	2930
Corredores Davivienda ^{b/}	2,90	5,67	n.d
Credicorp Capital ^{c/}	2,70	3,80	2600
Davivienda	2,90	5,67	n.d
Fedesarrollo	2,70	3,90	n.d
Ultraserfinco ^{d/}	2,60	4,40	2900
Promedio	2,68	4,34	2953
Analistas externos			
Citibank-Colombia	2,60	3,70	3000
Deutsche Bank	2,70	4,30	2978
Goldman Sachs	2,30	4,20	3400
JP Morgan	2,80	n.d	3200
Promedio	2,60	4,07	3145

a/ Antiguo Banco Santander

b/ Antiguo Corredores Asociados

d/ Antiguo Ultrabursátiles

c/ Antiguo Correal

n. d.: no disponible

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Por su parte, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 1,88%.

En cuanto a los precios, los analistas locales estiman una inflación del 6,01% y los extranjeros prevén una cifra al finalizar el año del 6,05%; ambas proyecciones se encuentran por fuera del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2016 (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 3.005 frente a los COP 3.041 estimados en la encuesta contemplada en el *Informe* anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP 3.069 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 7,19%; 34 pb inferiores que lo estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 9,86%.

2. Proyecciones para 2017

Para 2017 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 2,68% y los extranjeros uno de 2,60%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros la proyectan en 4,34% y 4,07%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 2.953 y las externas de COP 3.145.