



# VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de  
la Junta Directiva  
del Banco de la República

**Informe de política monetaria**



# VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de  
la Junta Directiva  
del Banco de la República

## **Informe de política monetaria**

Subgerencia de Estudios Económicos

JUNIO DE 2016

## I. Contexto externo y balanza de pagos

1. En los últimos meses se observó una recuperación en los términos de intercambio por incrementos en los precios de los principales productos de exportación del país. En particular el petróleo ha retornado a niveles cercanos a los 50 USD por barril y ha permanecido alrededor de ese nivel desde mayo. Esto llevó a la revisión al alza de los pronósticos de la SGEE de dichos precios para el resto de 2016.
2. La estabilidad en el precio del petróleo estaría asociada a una reducción en el exceso de oferta por una menor producción e inversión en los Estados Unidos, disminuciones en la producción de algunos países y unas mejores cifras de crecimiento económico para China.
3. Desde finales de junio, el principal acontecimiento en el panorama internacional fue el *brexit*, que tuvo un impacto inmediato en la volatilidad de los mercados financieros, la cual disminuyó posteriormente. Las tasas de los bonos de Europa y de los Estados Unidos cayeron fuertemente (en algunos casos a terreno negativo), así como las primas de riesgo de América Latina. Además se ha dado un aumento en el flujo de capitales hacia las economías emergentes.
4. En el caso de los Estados Unidos el desempeño del primer trimestre (1,1% t.a) fue inferior a lo esperado. No obstante, de acuerdo con los últimos indicadores, el segundo trimestre debería ser más dinámico que el primero. Durante el mes de julio, se publicaron datos positivos del mercado laboral y de la construcción de vivienda. En materia de precios, la inflación total permanece en niveles bajos, mientras la básica se encuentra cerca a la meta de la reserva Federal (2%).
5. Si bien en la zona del euro se han presentado indicadores de crecimiento que permitirían elevar los pronósticos, la incertidumbre generada por el *brexit* nubla el panorama de la región. Los primeros datos de junio aún no muestran deterioros en la confianza de los agentes. En tanto, la inflación continúa estable en niveles bajos.
6. En China el PIB del segundo trimestre fue levemente superior al esperado. La economía muestra una expansión cada vez más lenta de la

inversión, mientras las ventas minoristas continúan creciendo al mismo ritmo del año anterior.

7. En América Latina, la información de PIB más reciente muestra que Chile y México continúan con tasas de crecimiento bajas, mientras Brasil, Ecuador y Venezuela seguirían en recesión. Sin embargo, existen indicaciones que la recesión en Brasil podría estar tocando fondo. El caso que se destaca es Perú, con expansiones del producto superiores a 4%.
8. La inflación de la región ha cedido, acercándose a los rangos meta establecidos por sus autoridades monetarias, excepto para la economía colombiana. Sólo México y Colombia han realizado incrementos en sus tasas de referencia recientemente.
9. La tasa de cambio de los países de la región se han mantenido relativamente estables en las últimas semanas, con Chile y Brasil presentando ligeras apreciaciones. Sin embargo durante los últimos días se han observado depreciaciones en Colombia, Chile y Perú.
10. Finalmente, en la última semana la calificadora Fitch Ratings redujo la perspectiva de la economía colombiana a negativa. Las justificaciones para la rebaja están asociadas con el alto déficit en la cuenta corriente y el nivel del endeudamiento público.

#### **a. Exportaciones**

11. En mayo el valor en dólares de las exportaciones registró una caída anual de 20,0% debido a contracciones en las ventas externas de todos los grupos de bienes. Se destaca la fuerte reducción en el grupo de bienes de origen minero (-28,6%). En lo corrido del año, las exportaciones han registrado una disminución de 27,9%, también con un importante retroceso en las ventas externas de bienes de origen minero (**Cuadro 1**).

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

<b>Mayo de 2016</b>			
	<b>Variación anual</b>	<b>Principales rubros que contribuyeron</b>	
		<b>Rubro</b>	<b>Variación anual del rubro</b>
<b>Total</b>	-20,0%		
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-2,5%	Café	-22,1%
		Flores	-4,3%
<b>Bienes de origen minero</b>	-28,6%	Petróleo crudo	-52,1%
<b>Resto de exportaciones*</b>	-9,1%	Productos químicos	-20,5%
		Otros	-20,6%
<b>Acumulado Enero-Mayo de 2016</b>			
<b>Total</b>	-27,9%		
<b>Bienes de origen agrícola</b>	-6,7%	Café	-15,0%
		Flores	-3,2%
<b>Bienes de origen minero</b>	-40,7%	Petróleo crudo	-53,9%
		Carbón	-22,8%
<b>Resto de exportaciones</b>	-10,2%	Productos químicos	-16,5%
		Otros	-16,7%

\* Por destinos, se destacan en este rubro las caídas de 29,9% hacia Venezuela y de 19,5% hacia Ecuador. Por el contrario, se registró un aumento en las ventas externas de este rubro hacia la Unión Europea (20,1%) y los Estados Unidos (5,0%).

Fuente: DANE.

12. En lo corrido del año, el índice de cantidades de las exportaciones totales registró una caída de 4,6%, mientras que el índice de precios disminuyó 24,6%.

13. De acuerdo con el avance de comercio exterior de la DIAN, en junio las exportaciones sin petróleo registraron un crecimiento anual de -7,5%.

### **b. Importaciones**

14. En mayo el valor en dólares de las importaciones CIF registró una disminución anual de 19,3%, debido a reducciones en todos los grupos de bienes. Es notable la contracción en las de bienes de capital (-20,1%). En lo corrido del año, las compras externas han caído 22,4% (**Cuadro 2**).

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

<b>Mayo de 2016</b>			
	<b>Variación anual</b>	<b>Principales rubros que contribuyeron</b>	
		<b>Rubro</b>	<b>Variación anual del rubro</b>
<b>Total</b>	-19,3%		
<b>Bienes de capital</b>	-20,1%	Maquinaria industrial	-23,1%
		Máquinas y aparatos de oficina	-19,1%
<b>Materias primas</b>	-19,9%	Combustibles	-33,3%
		Productos mineros (para la industria)	-21,1%
<b>Bienes de consumo</b>	-17,0%	Vehículos de transporte particular	-24,6%
		Armas y equipo militar	-97,7%
<b>Acumulado Enero-Mayo de 2016</b>			
<b>Total</b>	-22,4%		
<b>Bienes de capital</b>	-33,3%	Equipo rodante de transporte	-67,9%
		Maquinaria industrial	-26,8%
<b>Materias primas</b>	-15,8%	Productos químicos y farmacéuticos (par	-14,0%
		Productos mineros (para la industria)	-22,7%
<b>Bienes de consumo</b>	-18,2%	Vehículos de transporte particular	-28,8%
		Productos farmacéuticos y de tocador	-10,3%

Fuente: DANE

15. En lo corrido del año, el índice de cantidades de las importaciones totales registró una caída de 8,8%, mientras que el índice de precios disminuyó 14,9%. Lo anterior indicaría que las compras externas caen por un efecto conjunto de reducciones en precios y cantidades, aunque el primero de ellos continúa siendo más importante.
16. Según el avance de comercio exterior de la DIAN, en junio las importaciones CIF registraron una caída anual de 15,5%.

## II. Proyecciones de variables externas

### a. Escenarios de crecimiento externo

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

17. En el presente Informe se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento para 2016 de los Estados Unidos y Ecuador, dos de los principales socios comerciales de Colombia. Adicionalmente, se revisó al alza el pronóstico de China. No obstante, el crecimiento del conjunto de países con los cuales Colombia comercia se mantuvo en 0,6%. Hacia 2017 se prevé una aceleración a 1,6%.
18. Para los Estados Unidos se espera que el consumo y la inversión residencial lideren el crecimiento y que el mercado laboral continúe con su recuperación. Entretanto, la inversión no residencial y las exportaciones se verán afectadas negativamente por la fortaleza del dólar, la débil demanda mundial y la incertidumbre global. La inflación permanecerá cercana a los niveles actuales, con algunos incrementos en 2017.
19. Dado lo anterior y los mayores riesgos que se perciben a nivel mundial, el incremento de la tasa de política de la Fed sería más lento que lo anticipado en el Informe de marzo. El siguiente aumento de esta tasa ocurriría hacia finales de 2016 o principios de 2017.
20. La economía de la zona del euro también estaría soportada por el consumo y la inversión, pues no se anticipa que las exportaciones contribuyan al crecimiento de la región. El BCE mantendría una política altamente expansiva, ampliando las medidas existentes. El *brexit* supone riesgos financieros, económicos y políticos cuyas consecuencias son difíciles de cuantificar con la información existente. Se espera que el impacto sea significativo en el Reino Unido y en la zona del euro y que los efectos sean mayores en el 2017.
21. En China se prevé que la economía continúe con una lenta desaceleración.

#### Cuadro 3 Proyecciones de crecimiento de algunos socios comerciales

País o región	2016			2017		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	1,3	1,9	2,3	1,2	2,2	2,6
Zona Euro	0,8	1,6	2,0	0,0	1,2	1,8
China	6,2	6,6	6,9	5,2	6,2	6,6
Brasil	-4,5	-3,5	-2,8	-0,5	0,7	2,0
Ecuador	-5,0	-3,0	-1,0	-3,0	-1,0	1,0
Venezuela	-10,0	-7,0	-4,0	-7,0	-4,0	-1,0
Perú	3,0	3,8	4,2	3,0	4,2	5,0
México	1,8	2,4	2,8	1,8	2,7	3,3
Chile	1,2	1,8	2,2	1,5	2,5	3,5
Socios comerciales	-0,4	0,6	1,4	0,4	1,6	2,5

22. Respecto a los precios de bienes básicos exportados para el país, para este informe se efectuaron revisiones al alza en el pronóstico de varios de ellos para 2016 y 2017. En particular para el caso del petróleo se espera un precio promedio para este año de USD 43 por barril (referencia Brent), lo que implica un nivel de USD 46 por barril para el segundo semestre, y para 2017 de USD 50 por barril.

### Riesgos al escenario central

23. Algunos riesgos a la baja en el escenario central son:

- a. Una caída generalizada en la confianza de consumidores y empresarios debido a las amenazas terroristas y a la incertidumbre política en varios países.
- b. La delicada situación del sistema financiero en Italia y las repercusiones que una eventual crisis a este nivel podría tener en las economías de otros países de la periferia europea.
- c. Una desaceleración más fuerte en China que la prevista debido a problemas de estabilidad financiera.
- d. La incertidumbre política en los Estados Unidos.

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

24. Durante el primer trimestre de 2016 la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un déficit de USD 3.381 m, inferior en USD 1.809 m al registrado un año atrás. Como proporción del PIB, se ubicó en 5,6%, lo

que significó una reducción de 1,4 puntos porcentuales (pp) frente al 7,0% del PIB registrado durante el primer trimestre de 2015. Lo anterior fue el resultado de una contracción de los egresos corrientes mayor a la de los ingresos.

25. Se observó una reducción en el déficit de la balanza comercial de bienes y servicios, menores egresos netos por la renta de factores y mayores ingresos por transferencias corrientes.
26. La disminución del déficit comercial de bienes (USD 324 m) fue el resultado de una importante contracción de las importaciones en USD 3.308 m (-24,5%), que más que compensó la reducción de las exportaciones en USD 2.984 m (-29,7%).
27. A lo anterior se sumó un menor déficit por renta de los factores (USD 762 m) y una reducción de los egresos netos relacionados con el componente de servicios (USD 571 m) en comparación con lo registrado un año atrás. En ambos casos, esto fue el resultado de una importante reducción de los egresos corrientes asociados con estos rubros.
28. El ajuste observado en el déficit de la cuenta corriente fue mayor al estimado en el Informe de marzo. La discrepancia se dio principalmente por una reducción más pronunciada que la esperada en las utilidades remitidas por las empresas con IED y en los egresos netos de la balanza de servicios.
29. Con respecto a los flujos de capital, se registraron entradas netas (sin activos de reserva) por USD 3.339 m, inferiores en USD 2.019 a lo observado un año atrás cuando se ubicaron en USD 5.358 m.
30. La inversión directa neta (USD 3.594 m) aumentó en USD 668 m frente a lo observado el primer trimestre de 2015. Esto fue el resultado de un aumento de los recursos de IED que fueron parcialmente compensados por mayores inversiones directas de colombianos en el exterior. En el caso de la IED, el incremento en el flujo se explica principalmente por la venta de Isagen. Descontando esta transacción, la IED se redujo alrededor de 31%.

31. Por otra parte, por inversiones extranjeras de cartera durante el primer trimestre de 2016 el país recibió USD 2.169 m, suma inferior en USD 1.892 m a la obtenida un año atrás.
32. Por concepto de otros flujos de capital el país constituyó activos en el exterior por USD 2.060 m, originados en especial en depósitos realizados por entidades del sector público. Este monto contrasta con los desembolsos netos por USD 1.733 m recibidos en el primer trimestre de 2015.
33. Para lo que resta de 2016 se estima que la tendencia de ajuste del desbalance externo corriente observado en el primer trimestre se mantenga, lo cual estaría favorecido adicionalmente, por un mejor escenario de precios de materias primas para el segundo semestre que lo esperado en el informe de marzo.
34. Así para 2016 se proyecta un menor déficit en cuenta corriente, tanto en dólares como relativo al PIB (alrededor de 5,3%, USD 14.978 m). Dicho pronóstico incorpora el efecto que tiene la caída adicional (aunque menor que la esperada el pasado informe) en el precio del petróleo en diferentes cuentas del balance externo, así como los efectos de una desaceleración en la actividad económica colombiana. En este sentido, se estima que el balance en el comercio de bienes continuaría siendo deficitario, pero menor al registrado en 2015. (**Cuadro 4**).

**Cuadro 4**

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2015	2016
		Central
<b>CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)</b>	<b>-18.755</b>	<b>-14.978</b>
<i>Porcentaje del PIB</i>	<b>-6,4</b>	<b>-5,3</b>
<b>A. Bienes</b>	<b>-13.918</b>	<b>-12.524</b>
a. Exportaciones	38.121	31.413
Principales productos	23.854	17.854
Resto de exportaciones	14.267	13.558
b. Importaciones	52.038	43.937
<b>B. Servicios no factoriales</b>	<b>-4.145</b>	<b>-2.728</b>
<b>C. Renta de los Factores</b>	<b>-5.809</b>	<b>-5.208</b>
<b>D. Transferencias corrientes</b>	<b>5.117</b>	<b>5.483</b>

35. Con respecto a la proyección presentada un trimestre atrás para 2016, se estima una menor contracción de las exportaciones tradicionales, en particular por la revisión del precio del petróleo de USD 35 a USD 43 el barril (Brent). Por su parte, se revisó a la baja el pronóstico del

crecimiento de las exportaciones sin principales productos (resto), debido a la mayor desaceleración de estas ventas externas en lo corrido del año frente a lo esperado. De esta forma, en el escenario central las exportaciones de los principales productos caerían cerca de 25,2%, mientras las exportaciones totales en dólares se contraerían 17,6%.

36. Adicionalmente, el pronóstico de las compras externas es algo menor al presentado hace tres meses, dado el comportamiento que han mostrado las compras externas en lo corrido del año y la desaceleración estimada de la demanda interna, en particular por la caída de la inversión intensiva en importaciones. Así, las compras externas en dólares se contraerían frente a lo observado en 2015 (-15,6% anual).
37. Igualmente se proyecta una reducción adicional a la observada en 2015 en el déficit del comercio de servicios, impulsada por los efectos de la depreciación sobre el balance neto de algunos servicios como los empresariales y el turismo, y la reducción de precios de servicios importados como el transporte de carga. Asimismo se estima una disminución en los egresos netos por renta de factores, asociado en particular a la menor remisión de utilidades, tanto del sector minero-energético como del resto de sectores. En ambos casos, la reducción del déficit en servicios y renta de factores es menor que la esperada un trimestre atrás, dado el efecto que tiene la recuperación del precio del petróleo sobre el valor de los fletes y las utilidades del sector minero-energético.
38. En cuanto al financiamiento del déficit de 2016 se espera que los flujos de capital sean menores a los estimados para el 2015, afectados principalmente por una reducción de los flujos de inversión extranjera de portafolio. En particular se estiman menores recursos derivados de la colocación de bonos, tanto del sector público como privado, en los mercados internacionales, así como una inversión de los extranjeros en el mercado de deuda pública local más baja. Lo anterior estaría parcialmente compensado por mayores flujos netos de la inversión directa y de recursos del crédito externo (**Cuadro 5**).

### **Cuadro 5**

BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares)	2015	2016
		Central
<b>CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C+D+E)</b>	<b>-18.948</b>	<b>-14.978</b>
<b>A. Inversión Extranjera Neta en Colombia</b>	<b>-7.724</b>	<b>-8.437</b>
a. Extranjera en Colombia	11.942	11.937
b. Colombiana en el Exterior	4.218	3.500
<b>B. Inversión de Cartera</b>	<b>-9.531</b>	<b>-1.463</b>
a. Sector Público	-6.212	-3.283
b. Sector Privado	-3.319	1.820
<b>C. Instrumentos Derivados</b>	<b>1.544</b>	<b>-190</b>
<b>D. Otra inversión (préstamos y otros créditos)</b>	<b>-3.651</b>	<b>-5.420</b>
a. Activos	-429	-522
b. Pasivos	3.222	4.898
<b>E. Activos de Reserva</b>	<b>415</b>	<b>533</b>
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>-193</b>	<b>0</b>
<b>Cuenta Financiera sin Activos de Reserva</b>	<b>-19.363</b>	<b>-15.510</b>

39. Así, se proyecta una inversión extranjera directa neta superior a la observada el año anterior, producto de menores recursos de IED para todos los sectores en general, pero en mayor medida para los de petróleo y minería, que serían más que compensados por los recursos provenientes de la venta de Isagén y la menor inversión de colombianos en el exterior frente a lo observado en 2015.
40. Por su parte, los mayores ingresos por crédito externo estarían asociados a un mayor endeudamiento del GNC con la banca multilateral y a otros créditos del resto del sector público no financiero.
41. La incertidumbre sobre las condiciones y la disponibilidad de financiamiento, así como la sensibilidad de algunos flujos de capital a las perspectivas del sector minero-energético y de la actividad económica en general, determinan el rango de pronóstico para el déficit en cuenta corriente en 2016, el cual estaría entre 4,6% y 5,8% del PIB.
42. Para 2017 se proyecta menor déficit en cuenta corriente, tanto en dólares como relativo del PIB. Esto estaría asociado principalmente a un mejor resultado de la balanza comercial de bienes, de la mano de un mejor panorama para los precios de los principales productos de exportación, una recuperación de los principales socios comerciales y una reducción adicional en el déficit de servicios.

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

43. La información disponible sugiere que la economía colombiana se habría expandido a un ritmo algo superior que el registrado durante los primeros tres meses de 2016 (2,5%). Los pronósticos aquí presentados incorporan el efecto calendario sobre el crecimiento del PIB, por cuenta de un mayor número de días hábiles y una Semana Santa que sucedió en marzo (y no abril, como fue el caso del año pasado).
44. Durante el segundo trimestre del año la demanda interna habría crecido a un ritmo algo mayor que lo observado en el primero, en un contexto en el que los términos de intercambio no habrían profundizado su caída y en el que la tasa de cambio no mostró depreciaciones adicionales. Por componentes, la inversión habría caído a un menor ritmo, lo que habría compensado la moderación de la dinámica del consumo privado y las bajas tasas de crecimiento del consumo público. Adicionalmente, las exportaciones netas habrían contribuido positivamente a la expansión del PIB, de acuerdo con las cifras de comercio exterior (en pesos constantes) más recientes.
45. El panorama descrito anteriormente se desprende de lo reportado por los indicadores coyunturales. Por una parte, la serie desestacionalizada del Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), se expandió 0,6% anual en abril (frente a 3,0% del agregado del primer trimestre de 2016).
46. En mayo el índice de ventas al por menor (sin combustibles) de la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del DANE registró una caída de 0,8% frente al mismo mes de 2015. El bimestre abril-mayo creció 2,3% anual, lo que representó una aceleración frente al 1,5% de los primeros tres meses del año.
47. Al descontar las ventas de vehículos, el indicador se expandió 0,1% anual en el mismo mes. El bimestre abril-mayo lo hizo en 2,7% anual, cifra menor que el crecimiento del agregado enero-marzo (3,5% anual).
48. Por su parte, el índice de ventas de vehículos de la EMCM cayó 5,9% anual en mayo, para el bimestre abril-mayo lo hizo en -0,3%, con lo que el comportamiento fue menos negativo que el -9,3% del primer trimestre.

49. Otros indicadores auxiliares, que guardan alguna correlación con la tasa de crecimiento del consumo de los hogares, también sugieren una desaceleración de este rubro del PIB durante el segundo trimestre del año.
50. El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo con información a junio, no registró cambios significativos frente a mayo y abril. Si bien el nivel del agregado del segundo trimestre fue levemente mayor que el del primero, continúa significativamente por debajo del promedio calculado para la serie desde noviembre de 2001.
51. Algo similar se puede inferir de los resultados de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República con corte a mayo. El balance de ventas de dicha encuesta sugiere una leve desaceleración del consumo privado para el segundo cuarto de 2016.
52. En cuanto al mercado laboral, las series desestacionalizadas de la tasa de desempleo (TD) muestran una moderada tendencia ascendente desde hace un año para el total nacional. En el caso de las áreas urbanas la TD no presenta una tendencia definida. No obstante, el descenso en la TD observado en los últimos meses se explica por una caída de la TGP. El empleo total se ha desacelerado, pero sigue siendo impulsado por aumentos en los trabajadores asalariados. En referencia a los salarios, en términos generales los ajustes continúan por encima de la meta de inflación pero por debajo de la inflación de junio.
53. Los indicadores relacionados con la formación bruta de capital fijo sugieren que la inversión (distinta de construcción de edificaciones y de obras civiles) habría registrado un retroceso de menor magnitud que el observado para el primer trimestre del año. Lo anterior se deriva del análisis de las cifras de importaciones de bienes de capital llevadas a pesos constantes, las cuales permiten prever menores contracciones de la inversión de maquinaria y equipo y de equipo de transporte durante el segundo trimestre de 2016.
54. Los resultados del balance de expectativas de inversión de la EMEE de mayo también sugieren que la formación bruta de capital fijo, sin construcción de edificaciones ni de obras civiles, caería a un ritmo algo menor que el registrado durante los primeros tres meses del año.

55. Con respecto a la inversión en construcción de obras civiles y de edificaciones, se prevén crecimientos superiores a los que se habrían observado para los demás rubros del PIB. En el primer caso, a pesar del menor nivel de ejecución de los gobiernos locales y regionales (producto del efecto del ciclo político), se cuenta con una base relativamente baja en el mismo periodo del año pasado. En el segundo, el comportamiento de las licencias de construcción permiten pensar en un buen desempeño de este rubro para el segundo trimestre.
56. En materia de comercio exterior, se prevé una expansión de las exportaciones reales para el segundo trimestre. Lo anterior se deriva de las cifras de exportaciones en dólares llevadas a pesos constantes. Adicionalmente, se espera que se mantenga el dinamismo de las exportaciones de servicios observado en las cifras de Balanza de Pagos con corte al primer trimestre del año.
57. Para el caso de las importaciones sucede algo similar. Al llevar las cifras de compras al exterior en dólares a pesos constantes se aprecian contracciones para el agregado del segundo trimestre. Estas caídas se habrían dado principalmente en los renglones de bienes de capital y de consumo durable, siendo esto consistente con el comportamiento que habrían mostrado la inversión distinta de construcción y el consumo durable durante dicho periodo.
58. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 2016 registraron comportamientos mixtos. Mientras que los de la industria apuntan a un desempeño favorable, los asociados con la minería, la agricultura, y la energía sugieren un menor dinamismo.
59. De acuerdo con la Encuesta Mensual Manufacturera (EMM) del DANE, el Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café creció 4,5% en mayo, lo que significó una expansión de 6,3% para el agregado del bimestre abril-mayo (mayor que el 5,4% del primer trimestre). Al excluir la refinación, los crecimientos para mayo y el bimestre fueron 0,7% y 3,1%, respectivamente. Este último fue mayor que el 2,3% del primer trimestre.
60. Al anterior comportamiento se suman las mejorías del volumen de pedidos y del nivel de existencias (contracíclico a la producción) reportadas en junio por los empresarios en la encuesta de opinión

empresarial (EOE) de Fedesarrollo. No obstante, las expectativas de producción a tres meses de la misma encuesta registraron una caída en el margen.

61. Para el sector comercio, la misma encuesta reportó un nivel algo menor del balance de la situación económica actual percibida por los comerciantes. A pesar de ello, el componente tendencial de esta serie muestra una pendiente positiva. Por otro lado, en junio se registraron caídas en el balance de expectativas de ventas a seis meses, hecho que contrasta con la percepción de situación económica actual y con los buenos resultados ya presentados para el caso de la EMCM para el mes de mayo.
62. Los indicadores del sector de electricidad, gas y agua sugieren un comportamiento mediocre de esta rama. En principio, la demanda de energía total cayó 0,3% anual en junio. El componente tendencial de la serie continúa deteriorándose frente a los registros de finales de 2015. El agregado para el segundo trimestre de 2016 cayó 0,05%, lo que contrasta con el incremento de 4,5% anual observado para el agregado de los primeros tres meses del año.
63. Asimismo, de acuerdo con la información más reciente de la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), en junio la producción de petróleo se ubicó en 888 mbd, lo que representó una caída de 11,8% con respecto al mismo mes de 2015. Así las cosas, el agregado del segundo trimestre se contrajo 11,5%, una desaceleración adicional frente al registro del primer cuarto del año (-7,4%).
64. Para el caso de la agricultura, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros (FNC) la producción cafetera cayó 6,6% anual en el mes de junio. El agregado para el segundo trimestre de 2016 creció 1,1% anual, una desaceleración cuando se compara con los registros del primer trimestre del año y de todo 2015 (8,9% y 16,8%, respectivamente).
65. Todo lo anterior permite proyectar una expansión anual del PIB para el segundo trimestre de 2016 algo mayor que la que se observó para los primeros tres meses del año. Así las cosas, en este Informe sobre Inflación se espera un crecimiento económico de entre 2,0% y 3,2%. Para todo el año el equipo técnico del Banco de la República prevé una expansión anual del PIB que se ubicaría alrededor de 2,3% en un rango de entre 1,5% y 3,0%.

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

66. Al finalizar el primer semestre de 2016 la inflación anual al consumidor se situó en 8,60%, nivel superior en 40 puntos base (pb) al del mes anterior (**Cuadro 6**). La inflación acumulada en los primeros seis meses cerró en 5,10%, por encima del 3,33% registrado en el mismo período de 2015. La variación mensual se ubicó en 0,48%, dato que superó a los pronósticos del mercado (0,28%) y de la SGEE.

**Cuadro 6**

**Comportamiento de la inflación a junio de 2016**

Descripción	Ponderación							Participación en porcentaje	
		dic-14	dic-15	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	en la aceleración del mes	en la aceleración del año corrido
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>3,66</b>	<b>6,77</b>	<b>7,98</b>	<b>7,93</b>	<b>8,20</b>	<b>8,60</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>3,26</b>	<b>5,17</b>	<b>6,20</b>	<b>6,02</b>	<b>6,07</b>	<b>6,31</b>	<b>45,15</b>	<b>43,32</b>
Transables	26,00	2,03	7,09	7,38	7,57	7,88	7,90	2,69	10,32
No transables	30,52	3,38	4,21	4,83	5,00	4,78	4,97	15,98	12,89
Regulados	15,26	4,84	4,28	7,24	5,78	6,00	6,71	26,47	20,11
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>4,69</b>	<b>10,85</b>	<b>12,35</b>	<b>12,63</b>	<b>13,46</b>	<b>14,28</b>	<b>54,85</b>	<b>56,68</b>
Perecederos	3,88	16,74	26,03	27,09	28,62	33,44	34,94	11,76	23,92
Procesados	16,26	2,54	9,62	10,83	10,89	11,04	12,09	38,95	22,33
Comidas fuera del hogar	8,07	3,51	5,95	7,53	7,53	7,92	8,11	4,14	10,43
<b>Indicadores de inflación básica</b>									
Sin Alimentos		3,26	5,17	6,20	6,02	6,07	6,31		
Núcleo 20		3,42	5,22	6,48	6,69	6,55	6,82		
IPC sin perecederos, ni comb. ni serv. pubs.		2,76	5,93	6,57	6,72	6,61	6,77		
Inflación sin alimentos ni regulados		2,81	5,42	5,91	6,08	6,08	6,20		
<b>Promedio indicadores inflación básica</b>		<b>3,06</b>	<b>5,43</b>	<b>6,29</b>	<b>6,38</b>	<b>6,33</b>	<b>6,52</b>		

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

67. Todos los grandes componentes de la canasta del IPC contribuyeron a acelerar la inflación anual entre mayo y junio. Sin embargo, fueron los alimentos y los regulados los que concentraron las mayores presiones alcistas. En contraste, los no transables y los transables sin alimentos ni regulados aportaron poco al repunte.

68. La inflación básica, medida como el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco, aumentó en junio a 6,52% (frente a una 6,33% observada en mayo). Todos los indicadores subieron en el último mes, siendo el núcleo 20 el del mayor nivel (6,82%) y el IPC sin alimentos el más bajo (6,20%). El IPC sin alimentos pasó de 6,07% en mayo a 6,31% en junio.

69. El aumento del IPC sin alimentos se concentró en los regulados y en los no transables. El repunte anual en el caso de los regulados en junio estuvo asociado con los mayores ajustes en las tarifas de servicios

públicos (12,5%), sobre todo por los incrementos en la tarifas de energía (pasó de 9,8% en mayo a 13,6% en junio). Estas tarifas han presentado gran variabilidad recientemente por cuenta del rezago con se transmiten al IPC las decisiones del plan de ahorro de energía implementado por el gobierno para contrarrestar los efectos del más reciente evento de El Niño. Las variaciones anuales del IPC de gas y acueducto también aumentaron, pero en una magnitud mucho menor. En el caso de combustibles, el precio se mantuvo estable en el último mes con lo que su variación anual se situó en -3,63%.

70. Por su parte, la variación anual de los no transables sin alimentos ni regulados aumentó a 4,97%, desde 4,78% en mayo. Este comportamiento se concentró en el IPC de servicios relacionados con diversión, y en particular en las boletas de fútbol, por lo que corresponde a un choque transitorio. Los demás segmentos de la subcanasta no transable sin alimentos ni regulados se mantuvieron estables: arriendos en 4,17%, indexados (por IPC o salario) en 6,03% y los rubros afectados por tipo de cambio en 5,75%.
71. Luego de tres meses de alzas continuas en la variación anual del grupo transable sin alimentos ni regulados, en junio no presentaron cambios de importancia (cerró en 7,90%). De todas maneras, se siguieron observando incrementos significativos en los precios de varios ítems como vehículos y gastos escolares, entre otros.
72. Respecto al IPC de alimentos, su variación anual pasó de 13,46% en mayo a 14,28% en junio, resultados que fueron superiores a los previstos por la SGEE y por el mercado.
73. Las presiones inflacionarias en alimentos se concentraron el grupo de procesados, el cual incluye la carne de res que fue uno de los ítem que más aumentó de precio (su variación anual pasó de 14,0% en mayo a 18,7% en junio). El alza de este precio en los últimos meses estaría siendo explicada, en parte, por el fenómeno de El Niño, el cual disminuyó el peso de las reses y la consolidación de la fase de retención ganadera (oferta disminuida y precios al alza) según lo reporta el gremio ganadero. De acuerdo con ellos, esta fase de retención se extendería al menos hasta finales de año.
74. Los perecederos también jalónaron al alza la inflación de alimentos, al pasar de 33,44% en mayo a 34,94% en junio. En este último subgrupo

se observaron aumentos significativos en los precios de varios productos, incluido la papa. Al parecer, el abastecimiento de alimentos (en especial de los perecederos) en los centros urbanos fue golpeado negativamente por el paro agrario (del 31 de mayo al 12 de junio) y más recientemente por el paro camionero que comenzó el pasado 6 de junio y se prolongó hasta julio 22.

75. Es probable que los efectos de este último impliquen un nuevo aumento de los precios de alimentos en la medición del IPC del DANE para julio. Así, a los efectos de El Niño que se habían anticipado en informes previos, se ha sumado el impacto de estos paros no contemplados en las proyecciones. En anteriores ocasiones, una vez los paros han sido superados, los precios han retornado a niveles normales rápidamente. Es de esperar que esto suceda nuevamente en agosto y septiembre.
76. Por su parte, la variación anual del IPC de comidas fuera del hogar aumentó levemente en junio y se situó en 8,11%.
77. Los costos no laborales siguieron ejerciendo presiones alcistas sobre la inflación al consumidor. La variación anual del IPP de oferta interna (producidos y consumidos internamente más importados) siguió siendo alta aunque menor que en mayo (9,64% vs 9,96%). El descenso lo explica el IPP importado, cuyo ajuste anual cayó de 11,5% en mayo a 9,99% en junio. En contraste, el crecimiento anual del IPP de los bienes producidos y consumidos localmente aumentó de 9,3% en mayo a 9,5% en junio, explicado especialmente por los productos agropecuarios y de la industria.
78. En cuanto a los costos laborales y con información a mayo, los ajustes de salarios de la industria y el comercio continuaron cercanos al incremento del salario mínimo y la inflación de finales del año pasado (7,3% y 6,6%, respectivamente). En la construcción los ajustes siguen siendo menores y se sitúan entre 4,0% y 4,5%.
79. Las expectativas de inflación para diciembre de 2016 obtenidas de la encuesta mensual a analistas financieros, y recogidas a comienzos de julio, aumentaron de 6,23% en junio a 6,53%. Igualmente, las expectativas a 12 meses se incrementaron de 4,37% en junio a 4,61% en julio. Las expectativas a veinticuatro meses no mostraron cambios de importancia (pasaron de 3,67% a 3,68%). Por su parte, las expectativas de inflación obtenidas de la última encuesta trimestral de julio de 2016, se situaron en: 7,36% a diciembre de 2016, 6,09% a 12 meses y en

5,40% a 24 meses. Por último, en promedio para lo corrido de julio (hasta el 26) frente a los datos promedio de junio, las inflaciones implícitas (Breakeven Inflation, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR permanecieron estables (las de los plazos a 2 y 3 años aumentaron 5 y 3 pb mientras que las de 5 años disminuyeron 1 pb). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de julio a 2, 3 y 5 años son 4,47%, 4,22% y 3,99%, en su orden.