

**E**l crecimiento económico en el segundo trimestre de 2016 fue inferior a lo esperado, debido principalmente a un crecimiento por debajo de las expectativas en los sectores de minería, construcción, suministro de servicios públicos y transporte. La actualización de las previsiones de crecimiento del PIB, con información hasta el segundo trimestre de 2016, empeoran la tasa esperada para 2016 en dos décimas porcentuales hasta el 2.2 %. Para el tercer trimestre de 2016, el crecimiento anual esperado es de 2.1%, levemente superior al observado en el segundo trimestre. Estas previsiones suponen que el precio del barril de Brent terminará el año en los 40 US\$. En cuanto a la inflación, el dato de agosto fue menor a lo esperado sorprediendo a la baja el precio de los alimentos frescos. Así, la previsión de inflación anual total para 2016 se revisa a la baja en 0.2 puntos porcentuales hasta 7.8 % mientras la inflación básica (total sin alimentos) se revisa a la baja en 0.1 puntos porcentuales hasta 6 %. Como habíamos apuntado en informes anteriores, la inflación total ha empezado a moderarse a partir del mes de agosto y se espera que termine el año en torno al 7.0 %. Con unas expectativas para 2016 de 6 % en la inflación básica y de 2.2 % en el crecimiento del PIB, aumenta la presión para que el Banco de la República haga revisiones a la baja en la tasa de intervención durante los próximos 6 meses.

## 1. Crecimiento

- La tasa anual de crecimiento del PIB observada en el segundo trimestre de 2016 (2 %) resultó peor a la esperada, presentando una desviación de -0,5 % puntos porcentuales frente a nuestra previsión de 2.5 % (cuadro 1).<sup>1</sup> Dentro de los componentes de oferta, la desviación más significativa se presentó en los

sectores de minería y construcción (-3,4 puntos porcentuales), mientras que en los componentes de demanda (parte sombreada inferior del cuadro), se presentó en importaciones (-7,6 puntos porcentuales).

- La minería completa tres trimestres de caída, situación que se espera empiece a revertir a partir del próximo trimestre. El transporte sufrió una fuerte caída en el segundo trimestre, debido al paro camionero, con consecuencias negativas que se espera también afecten su crecimiento en el tercer trimestre. Sorprende también la caída en la construcción, la cual se mantiene en tasas históricas relativamente bajas.

**Cuadro 1:** Desviaciones ( $\Delta$ ) en el segundo trimestre de 2016 en la tasa anual de crecimiento del PIB y de sus principales sectores de oferta y demanda, respecto a nuestras predicciones

	Pesos	Observado	Predicción	$\Delta$
Agricultura	6.2	-0.1	0.0	-0.1
Minería	7.1	-7.1	-3.7	-3.4
Industria	11.0	6.0	4.9	1.1
Gas, agua,...	3.5	-0.8	2.5	-3.3
Construcción	7.3	1.0	4.4	-3.4
Comercio	12.2	1.4	0.7	0.7
Transporte	7.2	0.1	3.0	-2.9
Financiero	20.1	4.6	4.2	0.4
Servicios	15.4	2.3	1.8	0.5
Impuestos	9.8	2.8	3.1	-0.3
Cons. privado	65.0	2.7	5.1	-2.4
Cons. público	17.2	2.0	1.3	0.7
FBK	29.6	-2.3	1.6	-3.9
Exportaciones	15.7	3.6	6.0	-2.4
Importaciones	28.8	0.7	8.3	-7.6
TOTAL	100.0	2.0	2.5	-0.5

$\Delta$ =observado-predicción

- Nuestra previsión actualizada para el crecimiento económico en 2016 con información hasta el segundo trimestre, empeora hasta 2.2 % respecto al 2.4 % esperado el mes anterior. Para el tercer trimestre de 2016, el crecimiento anual esperado sería levemente superior al observado en el segundo trimestre (2.1%, figura 1). Para 2017, el crecimiento mejoraría hasta una tasa anual de 3.6 %. El cambio

<sup>1</sup>Las previsiones en el cuadro 1 tienen en cuenta las revisiones en los datos históricos de contabilidad nacional publicados en agosto de 2016.

de éstas predicciones respecto al mes anterior se muestra en la figura 2.

- En el análisis desagregado, considerando los sectores de oferta (cuadro 2), se observa que en 2016 el mayor crecimiento anual correspondería a industria manufacturera (4.7 %) y el menor a minería (-5.3%). El perfil esperado por trimestres apunta a un crecimiento anual en torno al 2.2 % en el último trimestre de 2016 (cuadro 3). Para el tercer trimestre de 2016 se espera un crecimiento de 2.1%, jalonado por el sector financiero, actividades inmobiliarias y servicios a empresas, con una tasa de 4.5 %, mientras el sector menos dinámico sería minería que mejoraría levemente su crecimiento respecto al segundo trimestre hasta una tasa anual de -5 %.

**Cuadro 2:** Tasa anual de crecimiento del PIB y sectores de Oferta, información anual

	2013	2014	2015	2016	2017
Agricultura	6.5	3.1	3.3	-0.5	2.3
Minería	5.0	-1.1	0.6	-5.3	-3.3
Industria	0.9	0.7	1.2	4.7	-0.5
Gas, agua,...	3.0	3.4	2.9	1.1	3.8
Construcción	11.5	10.5	3.9	4.4	8.2
Comercio	4.5	5.1	4.1	1.8	3.3
Transporte	3.3	4.7	1.4	-0.1	7.5
Financiero	4.6	5.7	4.3	4.4	5.9
Servicios	5.9	5.2	2.9	1.9	11.6
Impuestos	4.0	5.6	4.0	3.2	-8.9
TOTAL	4.9	4.4	3.1	2.2	3.6

**Cuadro 3:** Tasa anual de crecimiento del PIB y sectores de Oferta, información trimestral

	16-1	16-2	16-3	16-4	17-1	17-2
Agricultura	0.3	-0.1	-0.2	-1.9	2.0	2.4
Minería	-4.6	-7.1	-5.0	-4.3	-4.8	-2.1
Industria	4.8	6.0	4.4	3.5	1.1	-0.5
Gas, agua,...	2.9	-0.8	0.7	1.5	2.7	6.2
Construcción	5.2	1.0	3.8	7.7	5.9	9.7
Comercio	2.7	1.4	1.3	1.8	2.7	3.8
Transporte	1.9	0.1	-1.4	-1.0	4.7	8.2
Financiero	3.9	4.6	4.5	4.5	5.9	5.7
Servicios	2.0	2.3	1.9	1.3	10.4	11.1
Impuestos	2.5	2.8	4.0	3.6	4.4	-8.9
TOTAL	2.5	2.0	2.1	2.2	4.2	3.9

- En los sectores de demanda (cuadro 4), el mayor crecimiento anual esperado para 2016 estaría en exportaciones con 3.6 % y el menor en importaciones con -2.4 %. En cuanto a las expectativas para el tercer trimestre de 2016, el mayor crecimiento se espera en el sector exportaciones, con una tasa de 4.6 % y el menor en importaciones con un -6.1% (cuadro 5).

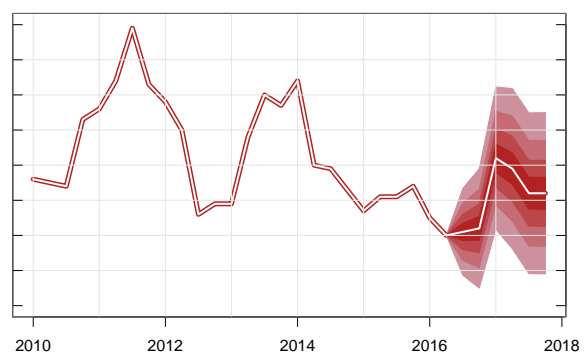
**Cuadro 4:** Tasa anual de crecimiento del PIB y sectores de Demanda, información anual

	2013	2014	2015	2016	2017
C. hogares	3.4	4.2	3.9	2.3	7.3
C. gobierno	9.2	4.7	2.8	2.1	3.9
FBK	6.3	11.6	2.6	-0.1	1.5
Exportaciones	5.2	-1.3	-0.7	3.6	7.5
Importaciones	6.0	7.8	3.9	-2.4	7.2
TOTAL	4.9	4.4	3.1	2.2	3.6

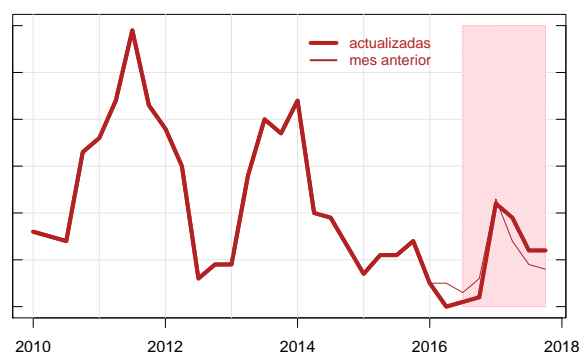
**Cuadro 5:** Tasa anual de crecimiento del PIB y sectores de Demanda, información trimestral

	16-1	16-2	16-3	16-4	17-1	17-2
C. hogares	3.6	2.7	1.9	1.1	3.0	5.7
C. gobierno	1.6	2.0	2.5	2.3	7.1	4.4
FBK	-2.6	-2.3	-0.3	4.9	11.9	5.6
Exportaciones	2.6	3.6	4.6	3.5	1.7	6.2
Importaciones	-0.8	0.7	-6.1	-2.9	1.0	6.8
TOTAL	2.5	2.0	2.1	2.2	4.2	3.9

**Figura 1:** Tasa anual de crecimiento del PIB junto con sus intervalos de probabilidad al 20, 40, 60 y 80 %



**Figura 2:** Cambio en las previsiones de la tasa anual de crecimiento del PIB, respecto a las estimadas el mes anterior



## 2. Inflación

- La inflación total observada en agosto de 2016 (8.1%) difirió en -0,64 puntos porcentuales respecto a nuestra predicción de 8.73 %, mientras la inflación básica (total sin alimentos) fue de 6.1%, presentando una desviación de -0,2 puntos porcentuales respecto a nuestra predicción de 6.3% (cuadro 6). Por sectores de inflación, la mayor desviación fue de -6,91 puntos porcentuales, correspondiente al sector de alimentos frescos. Aunque se esperaba la moderación en los precios de estos alimentos, el dato observado ha sorprendido fuertemente a la baja.

**Cuadro 6:** Desviaciones ( $\Delta$ ) en agosto de 2016 en las tasas anuales de inflación total, básica y de sus principales sectores, respecto a nuestras predicciones

	Pesos	Observado	Predicción	$\Delta$
Total	100.0	8.1	8.7	-0.6
Básica	71.8	6.1	6.3	-0.2
Alimentos	28.2	12.9	14.9	-1.9
- Procesados	20.0	10.5	10.3	0.1
- Frescos	8.2	19.0	25.9	-6.9
Manufacturas	21.1	8.3	8.4	-0.1
Servicios	44.1	5.2	5.4	-0.2
Energéticos	6.7	6.8	6.4	0.4

$\Delta$ =observado-predicción

**Cuadro 7:** Tasa anual de inflación total, básica y en los sectores de alimentos (ali), manufacturas (man), servicios (ser) y productos energéticos (ene)\*

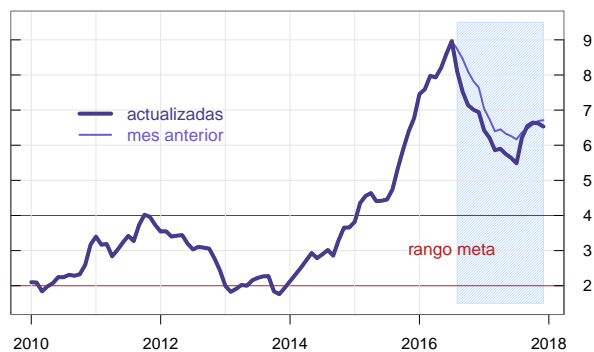
	total	básica	ali	man	ser	ene
2013	2.0	2.3	1.3	0.4	3.5	-0.3
2014	2.9	2.8	3.1	1.1	3.4	3.5
2015	5.0	4.1	7.3	4.7	4.1	2.4
2016	7.8	6.0	12.1	8.1	5.0	7.2
2017	6.2	5.6	7.6	7.5	4.7	5.9
Ene 2016	7.5	5.5	12.2	8.0	4.4	6.8
Feb 2016	7.6	5.9	11.8	7.9	4.7	8.4
Mar 2016	8.0	6.2	12.3	8.1	5.0	9.8
Abr 2016	7.9	6.0	12.6	8.3	5.1	6.4
May 2016	8.2	6.1	13.4	8.5	5.0	6.8
Jun 2016	8.6	6.3	14.2	8.5	5.2	8.3
Jul 2016	9.0	6.3	15.6	8.5	5.4	6.6
Ago 2016	8.1	6.1	12.9	8.3	5.2	6.8
Sep 2016	7.5	6.1	11.2	8.0	5.1	7.2
Oct 2016	7.1	5.9	10.1	7.7	5.1	6.7
Nov 2016	7.0	5.9	9.8	7.5	5.1	6.5
Dic 2016	6.9	5.8	9.7	7.6	5.0	6.1
Ene 2017	6.4	5.7	8.2	7.3	5.0	5.9
Feb 2017	6.2	5.6	7.9	7.3	4.9	5.1
Mar 2017	5.9	5.3	7.2	7.2	4.6	4.4
Abr 2017	5.9	5.6	6.7	7.2	4.6	7.5
May 2017	5.8	5.5	6.5	7.1	4.6	6.0
Jun 2017	5.6	5.4	6.3	7.1	4.5	6.2
Jul 2017	5.5	5.5	5.6	7.3	4.5	6.5
Ago 2017	6.2	5.6	7.7	7.6	4.7	6.0
Sep 2017	6.5	5.6	8.7	7.7	4.7	5.9
Oct 2017	6.6	5.7	8.9	7.9	4.7	6.0
Nov 2017	6.6	5.7	8.8	8.0	4.7	5.7
Dic 2017	6.5	5.7	8.4	8.1	4.8	5.4

\* La zona sombreada es de predicciones

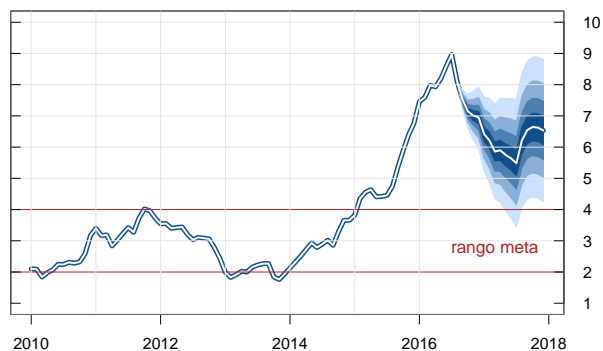
- Con ello, se revisan a la baja nuestras previsiones para la inflación total de 2016 (en -0.3 puntos porcentuales) hasta 7.8 % (cuadro 7 y figura 4). A pesar de que se espera una fuerte moderación en la tasa anual de inflación, para diciembre de 2016 alcanzaría el 6.9 %, aún lejos del límite superior del rango meta del 4.0 %. La inflación básica (total sin alimentos) esperada para diciembre de 2016 es del 5.8 %. Para 2017, tampoco se espera que las tasas de inflación vuelvan al rango meta.
- Desagregando por sectores, se espera que en septiembre de 2016 la inflación más alta se presente nuevamente en alimentos, cayendo a una tasa del 11.2 %, mientras la inflación más baja estaría en servicios (5.1%). Para el conjunto de 2017, se espera que la inflación total se modere hasta el 6.2 % y la básica hasta el 5.6 %.
- Después de 4 meses en que apenas se han presentado revisiones en las previsiones de inflación total anual para 2016, con el dato de agosto se produce una clara revisión a la ba-

ja, lo que parece confirmar el cambio de tendencia en la inflación total (figura 4). Detrás de estas revisiones ha estado principalmente la alta volatilidad de los precios de los alimentos frescos. En efecto, la inflación básica (total sin alimentos) completa 6 meses con una previsión que se ha mantenido en torno al 6.0 % anual. La Figura 7 muestra que en este periodo de elevada inflación total, la contribución de la inflación en alimentos ha tenido una alta contribución.

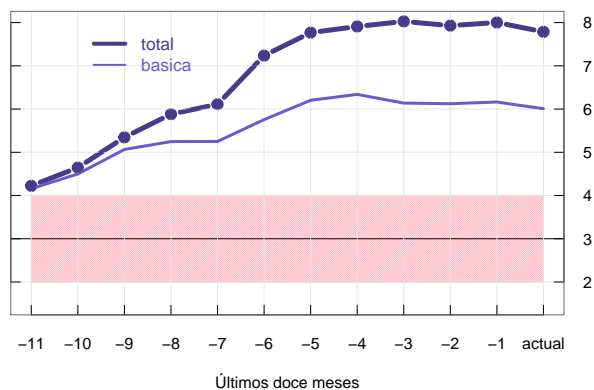
**Figura 3:** Cambio en el perfil de inflación total anual, respecto al estimado el mes anterior



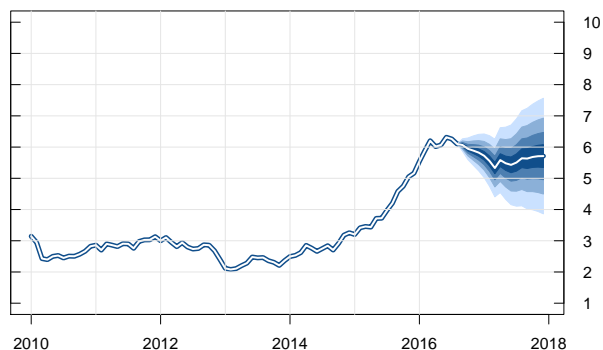
**Figura 5:** Inflación anual total junto con sus intervalos de probabilidad al 20, 40, 60 y 80 %



**Figura 4:** Cambio en las previsiones de inflación total anual para 2016 en los últimos doce meses

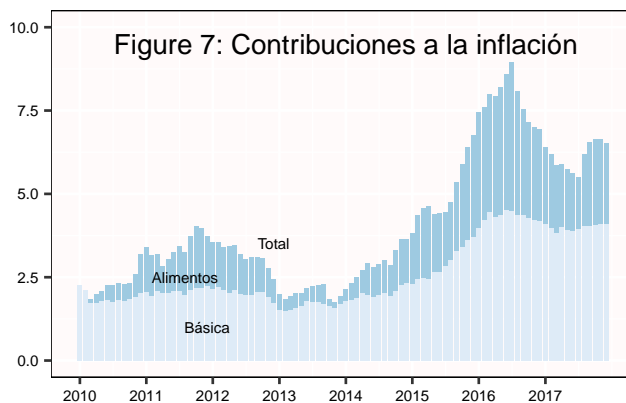


**Figura 6:** Inflación anual básica junto con sus intervalos de probabilidad al 20, 40, 60 y 80 %



### 3. Política monetaria

Con unas expectativas en la inflación básica de 6 % para 2016 y de 5.6 % para 2017, y de crecimiento del PIB de 2.2 % para 2016 y de 3.6 % para 2017, aumenta la presión para que el Banco de la República reduzca gradualmente su tasa de intervención hasta colocarla en el 7.0 % a principios de 2017 (véase figura 8).



**Figura 8:** Tasa de intervención

