



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2017 

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2017*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 27 de octubre de 2017.

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

| | |
|---|----|
| Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria | 9 |
| I. Contexto externo y balanza de pagos | 15 |
| A. Contexto internacional | 15 |
| B. Balanza de pagos | 22 |
| II. Crecimiento interno: situación actual y perspectivas de corto plazo | 32 |
| A. Comportamiento del PIB durante el segundo trimestre de 2017 | 32 |
| B. El PIB del tercer trimestre de 2017 | 37 |
| Recuadro 1: Evolución y heterogeneidad de la industria manufacturera en Colombia | 44 |
| III. Desarrollos recientes de la inflación | 48 |
| A. La inflación básica | 50 |
| B. Inflación de alimentos | 52 |
| IV. Pronósticos de mediano plazo | 54 |
| A. Crecimiento económico para lo que resta de 2017 Y 2018 | 54 |
| B. Inflación | 59 |
| Recuadro 2: Incertidumbre sobre las revisiones y la evolución de pronósticos del PIB de las cuentas nacionales trimestrales | 67 |
| V. Riesgos a la estabilidad macroeconómica | 71 |
| A. Cuenta corriente y tasa de cambio real | 73 |
| B. Endeudamiento | 75 |
| C. Precios de la vivienda | 77 |
| D. Índice de desbalance macroeconómico | 79 |
| Recuadro 3: Algunas medidas de la cuenta corriente sostenible para Colombia | 80 |
| Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros | 83 |

ÍNDICE DE GRÁFICOS

| | | |
|------------|---|----|
| Gráfico 1 | Indicadores de inflación anual total en los Estados Unidos y la zona del euro | 16 |
| Gráfico 2 | Precio internacional del petróleo (Brent y WTI) | 17 |
| Gráfico 3 | Índice de términos de intercambio | 17 |
| Gráfico 4 | Tasa de interés de los bonos soberanos a diez años para algunas economías avanzadas | 17 |
| Gráfico 5 | Índices de volatilidad financiera | 18 |
| Gráfico 6 | <i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina | 18 |
| Gráfico 7 | Crecimiento promedio de los socios comerciales | 19 |
| Gráfico 8 | Exportaciones e importaciones de servicios | 24 |
| | A. Exportaciones de servicios | 24 |
| | B. Importaciones de servicios | 24 |
| Gráfico 9 | Exportaciones totales de bienes (FOB) | 25 |
| Gráfico 10 | Importaciones totales FOB | 25 |
| Gráfico 11 | Producto interno bruto | 32 |
| Gráfico 12 | PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables | 36 |
| Gráfico 13 | Encuesta mensual del comercio al por menor | 38 |
| Gráfico 14 | Encuesta mensual del comercio al por menor | 38 |
| Gráfico 15 | Encuesta mensual del comercio al por menor | 38 |
| Gráfico 16 | Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral | 39 |
| Gráfico 17 | Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles | 41 |
| Gráfico 18 | Producción de café | 42 |
| Gráfico 19 | Producción industrial real sin refinación de petróleo | 42 |
| Gráfico 20 | Índice de confianza de la industria (Fedesarrollo) | 43 |
| Gráfico 21 | Producción de petróleo | 43 |
| Gráfico 22 | Inflación total al consumidor | 48 |
| Gráfico 23 | IPP por procedencia | 50 |
| Gráfico 24 | Salarios nominales | 50 |
| Gráfico 25 | Indicadores de inflación básica | 51 |
| Gráfico 26 | IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados | 51 |
| Gráfico 27 | IPC de no transables, sin alimentos ni regulados | 52 |
| Gráfico 28 | IPC de regulados y sus componentes | 52 |
| Gráfico 29 | IPC de alimentos | 52 |
| Gráfico 30 | IPC de alimentos por grupos | 53 |
| Gráfico 31 | <i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB | 58 |
| Gráfico 32 | <i>Fan chart</i> del crecimiento anual del PIB trimestral | 58 |
| Gráfico 33 | Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa | 60 |
| Gráfico 34 | Encuesta trimestral: inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve, doce y veinticuatro meses) | 61 |
| Gráfico 35 | Expectativas de inflación derivadas de los TES | 61 |
| Gráfico 36 | <i>Fan chart</i> de la brecha del producto | 61 |

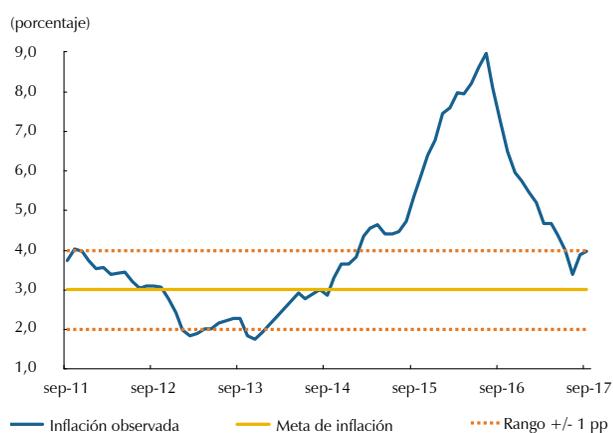
| | | |
|------------|--|----|
| Gráfico 37 | <i>Fan chart</i> de la inflación total | 63 |
| Gráfico 38 | <i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos ni regulados | 63 |
| Gráfico 39 | Corte transversal del <i>fan chart</i> de inflación total para diciembre de 2018 | 66 |
| Gráfico 40 | Déficit en la cuenta corriente | 73 |
| Gráfico 41 | Índice de términos de intercambio | 73 |
| Gráfico 42 | Índices de la tasa de cambio multilateral (nominal y real) | 75 |
| Gráfico 43 | Variación anual real del endeudamiento | 75 |
| Gráfico 44 | Endeudamiento como proporción del PIB | 76 |
| Gráfico 45 | Crecimiento anual de la cartera vencida y de la cartera riesgosa | 76 |
| Gráfico 46 | Cartera, inversiones y TES | 77 |
| Gráfico 47 | Precios de la vivienda en Colombia | 77 |
| Gráfico 48 | Vivienda nueva: ventas (acumulado doce meses) y oferta | 78 |
| Gráfico 49 | Vivienda nueva: ventas, lanzamientos e iniciaciones | 78 |
| Gráfico 50 | Índice de desbalance macroeconómico | 79 |
| Gráfico 51 | Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito | 79 |

ÍNDICE DE CUADROS

| | | |
|----------|--|----|
| Cuadro 1 | Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales | 19 |
| Cuadro 2 | Pronósticos para los precios de referencia de los bienes básicos exportados por Colombia | 21 |
| Cuadro 3 | Balanza de pagos | 29 |
| Cuadro 4 | Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto | 34 |
| Cuadro 5 | Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica | 35 |
| Cuadro 6 | Indicadores de inflación al consumidor | 49 |
| Cuadro 7 | Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> del crecimiento anual del PIB | 58 |
| Cuadro 8 | Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2018 esté entre 2,0% y 4,0% | 65 |
| Cuadro 9 | Rangos de probabilidad del <i>fan chart</i> de la inflación total | 66 |

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Después de un año de descensos continuos la inflación alcanzó en julio su menor nivel reciente (3,4%), y se incrementó a 3,97% en septiembre, un valor que de todas formas resultó menor al esperado por el promedio del mercado y por el equipo técnico del Banco de la República (Gráfico A). El error de pronóstico se debió principalmente al comportamiento favorable en el precio de los alimentos y a la rápida desaceleración en el índice de precios al consumidor (IPC) de transables sin alimentos ni regulados. La variación anual de los precios de los no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo estable, en niveles de todas formas superiores a la meta. Por su parte, el IPC de regulados se aceleró debido al comportamiento de los precios de la energía. Los indicadores de inflación básica, que no

incorporan los precios que responden a choques de oferta, ni aquellos muy volátiles, continuaron descendiendo, con un promedio de 4,58% en septiembre. La indexación de precios, la persistencia de la inflación y el efecto transitorio de los impuestos indirectos originados a comienzos de año, han hecho más lenta la convergencia de estos indicadores a la meta.

El pronóstico de corto plazo realizado por el equipo técnico del Banco indica que al finalizar el presente año la inflación tendrá un nivel similar al registrado el pasado septiembre, y que en marzo de 2018 descenderá a niveles cercanos a 3,4%. Este último pronóstico supone que el efecto del impuesto al valor agregado (IVA) se diluirá completamente hacia marzo, y que la oferta de alimentos seguirá amplia. También supone que los precios de los bienes y servicios más rígidos (v. g.: educación, arriendos, etc.) se indexarán a un nivel mucho más bajo que en los dos años pasados. Las expectativas de inflación también sugieren que la inflación seguiría relativamente estable en lo que resta del año y que se reducirá en 2018 a niveles de todas formas superiores a la meta del 3,0%. La encuesta a los analistas del sector financiero de octubre indica que en los diciembre de 2017 y 2018 la

inflación se situará en 4,07% y 3,58%, respectivamente. Las expectativas a uno y más años que resultan de los papeles de deuda pública oscilan entre 3,5% y 3,6%. Es importante que las negociaciones del salario mínimo consideren ese comportamiento futuro favorable.

El comportamiento del IPC y de las expectativas y pronósticos de la inflación ocurre en medio de una actividad económica débil, la cual estimamos se recuperará en lo que resta de 2017 y (principalmente) a lo largo de 2018. Los crecimientos proyectados para este próximo futuro son de todas formas inferiores al del PIB potencial, por lo que seguramente continuará ampliándose la capacidad no utilizada en la economía (i.e. la llamada brecha del producto). Los indicadores para el tercer trimestre sugieren una aceleración del ritmo de crecimiento del PIB, impulsada principalmente por la inversión y, en menor medida por el consumo público, con una base de comparación baja durante el mismo período del año pasado. Con la nueva información el equipo técnico del Banco mantuvo el pronóstico de crecimiento para todo 2017 en 1,6% (con un rango que oscila entre 1,3% y 1,9%).

Varios factores deberían incidir en el comportamiento del producto en 2018. Las reducciones de las tasas de interés de política realizadas hasta el momento y la menor inflación deberían soportar una mayor dinámica del gasto de los hogares. Adicionalmente, en 2018 la inversión estaría impulsada por una mayor ejecución en las obras civiles, y la inversión extranjera directa (IED) dirigida al sector petrolero se seguiría recuperando de mantenerse los niveles actuales en los precios del petróleo. También la demanda externa seguirá mostrando buenas señales, principalmente la liderada por la de las economías desarrolladas.

Algunas variables favorecen el ajuste externo, pero otras actuarán en la dirección contraria. En el neto, las estimaciones de balanza de pagos para 2018 sugieren que la ampliación del déficit en dólares sería leve y como proporción al PIB se reduciría desde 3,7% a 3,6%. De un lado se espera que el financiamiento externo continúe siendo amplio durante 2018, aun cuando más costoso, debido a una postura monetaria menos expansiva en las economías desarrolladas. El probable incremento en las tasas mundiales de interés posiblemente desestimulará el uso de ahorro externo como fuente de financiación. Ello, y la recuperación esperada de las exportaciones de bienes y servicios, contribuirán al cierre del déficit corriente. De otra parte, si las inversiones en obras civiles y en petróleo siguen creciendo, demandarían mayores bienes y servicios importados y requerirán mayor financiamiento foráneo. Esto último, y el mayor pago de intereses de deuda con no residentes presionarían al alza el déficit en la cuenta corriente.

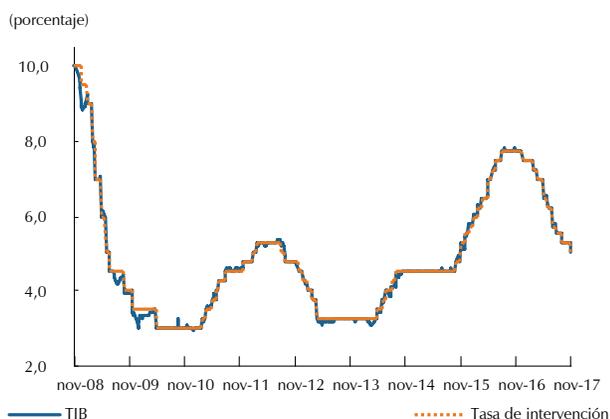
Teniendo en cuenta el comportamiento mencionado de las variables domésticas e internacionales, para 2018 el equipo técnico incrementó su proyección de crecimiento desde 2,4% hasta 2,7% (contenido en un rango entre 1,5% y 3,5%). Los riesgos a la baja sobre esta proyección siguen siendo importantes. Nuevamente, como ya se mencionó, esos pronósticos llevarán a una brecha del producto más negativa.

En síntesis, las proyecciones para el segundo semestre de 2017 y 2018 sugieren que la dinámica de crecimiento se acelerará, con tasas de todas formas menores a su potencial. Los excesos de capacidad de la economía se ampliarán y contribuirían al descenso de la inflación. Los pronósticos de corto plazo y las expectativas de inflación indican que esta seguirá descendiendo, pero a niveles que aún superan la meta. Se espera que los precios más rígidos, al igual que los salarios se indexen a una inflación más baja que la observada en los años anteriores.

Con base en esta información, la Junta ponderó los siguientes factores en sus decisiones recientes:

- Los resultados más favorables de la inflación frente a lo esperado en el último trimestre y las menores proyecciones del equipo técnico en el horizonte de política. Este comportamiento se ha registrado para varias de las subcanastas del IPC, especialmente las del grupo de alimentos y transables sin alimentos ni regulados. Estos resultados sugieren que la velocidad de convergencia de la inflación a la meta del 3% podría ser mayor, aunque la incertidumbre al respecto sigue elevada.
- La debilidad de la actividad económica y el riesgo de una desaceleración más allá de la compatible con el deterioro en la dinámica del ingreso originado por la caída en los precios del petróleo. A pesar de que la proyección del equipo técnico sobre crecimiento se incrementó para el próximo año, la brecha del producto continuaría ampliándose.
- Aunque se espera que el ajuste ordenado del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos continúe, existen riesgos en el entorno internacional que pueden afectar dicho ajuste.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
(2009-2017)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 3 de noviembre de 2017.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Al evaluar el anterior balance de riesgos y utilizando el espacio asociado con las mejores proyecciones de inflación para 2018, en cada una de las reuniones de agosto y octubre la Junta consideró conveniente reducir la tasa de interés de referencia en 25 pb, para así situarla en 5% (Gráfico B). La Junta también anotó que persisten riesgos en el entorno internacional que limitan la capacidad contracíclica de la política monetaria a futuro. De acuerdo con lo anterior, la reducción más reciente no debe entenderse como parte de una senda continua de recortes.

Juan José Echavarría
Gerente General

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Política Monetaria
e Información Económica

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica

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

Daniel Parra

Jhon Edwar Torres

Sección de Programación Macroeconómica

Julián Pérez

Jefe

Luis Hernán Calderón

David Camilo López

Nicolás Martínez

María Alejandra Prieto

Asistente del Departamento de Programación e Inflación

Celina Gaitán

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Franz Hamann, Jesús Antonio Bejarano, Carlos Leonardo Barreto Vargas, César Anzola y Joao Hernández, del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Aaron Garavito de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica y Fernando Arias de la Subgerencia de Estudios Económicos; Franky Galeano Ramírez, Johan Yesid Forero, Isleny Carranza, estudiantes en práctica.

I. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

En este informe se revisó al alza el pronóstico de crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia. Se continúa esperando una recuperación de la demanda externa, aunque a tasas menores que las observadas en años anteriores en promedio.

En el escenario central se espera un precio del petróleo para 2018 algo superior al del 2017 en promedio, y mayor que lo previsto anteriormente.

Durante el primer semestre del año el déficit corriente del país como proporción del PIB se ubicó en 4,1%, por debajo del registrado el año pasado. El desbalance externo debería seguir ajustándose en lo que resta del 2017.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

El contexto externo enfrentado por Colombia tendió a mejorar con respecto al *Informe sobre Inflación* anterior. La información disponible al tercer trimestre de 2017 indica que algunas economías emergentes se han sumado a la recuperación que estaba concentrada en las avanzadas. En particular, China habría seguido creciendo por encima de lo esperado. Por su parte, en América Latina se empieza a insinuar alguna aceleración en el ritmo de expansión.

Pese a los cambios en la política monetaria de los Estados Unidos y la zona del euro hacia una postura menos holgada, se mantienen unas condiciones financieras globales favorables para las economías emergentes, sustentadas por una mejor dinámica económica. Así, se continúan observando entradas de capital a estas economías, en un contexto de bajas primas de riesgo y menores indicadores de volatilidad.

La normalización de la política monetaria en las economías avanzadas continuaría siendo gradual, por lo que no se espera que afecte las condiciones de financiamiento externo para Colombia y otras economías emergentes. Así, el principal cambio

La normalización de la política monetaria en las economías avanzadas no afectaría las condiciones de financiamiento externo del país, puesto que sería gradual.

en el contexto externo está constituido por la revisión al alza de las expectativas de crecimiento de los socios comerciales del país, que son mayores que las presentadas en el informe anterior. Como consecuencia de ello también aumentó el pronóstico del precio del petróleo.

1. Actividad real, inflación y política monetaria

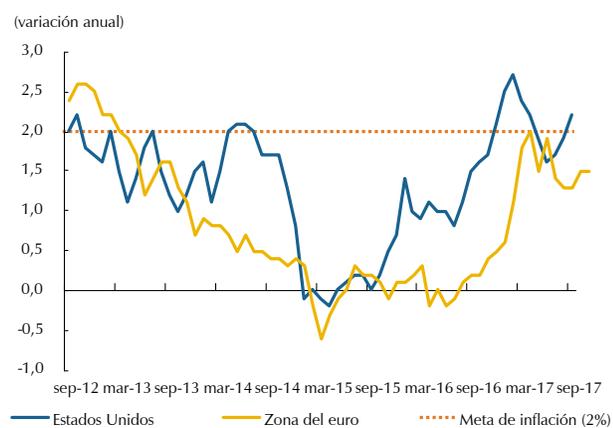
El crecimiento económico de los Estados Unidos continuó con tendencia positiva. Al cierre estadístico de este *Informe* el PIB de los Estados Unidos del segundo trimestre fue revisado al alza, y así se reportó un crecimiento de 3,1% trimestre anualizado (t. a.). Esta cifra representa una aceleración considerable con respecto al primer trimestre (1,2% t. a.). Este desempeño habría continuado estando fundamentado en el consumo y la inversión.

Durante el tercer trimestre se seguiría observando un buen comportamiento de la inversión, de acuerdo con los indicadores de confianza empresarial. Sin embargo, aunque en los últimos meses varios indicadores de demanda mantuvieron un comportamiento positivo, en otros se observó un efecto negativo importante, explicado por los recientes fenómenos climáticos. Esto disminuiría transitoriamente el crecimiento del tercer trimestre, pero en el cuarto se espera una aceleración gracias a los esfuerzos de reconstrucción.

En la zona del euro la información disponible sugiere que la actividad económica sigue recuperándose, y que esto sucede a un ritmo algo mayor que el esperado. Este hecho contribuiría a que los buenos resultados de crecimiento se mantengan en lo restante de 2017 y en 2018.

Pese a que aún subsisten focos de incertidumbre política en algunos países, en términos generales se percibe una mayor estabilidad que ha permitido que la confianza del consumidor se sostenga en los niveles más altos de los últimos dieciséis años. Este hecho sugiere que los buenos resultados de crecimiento continuarían en los próximos trimestres.

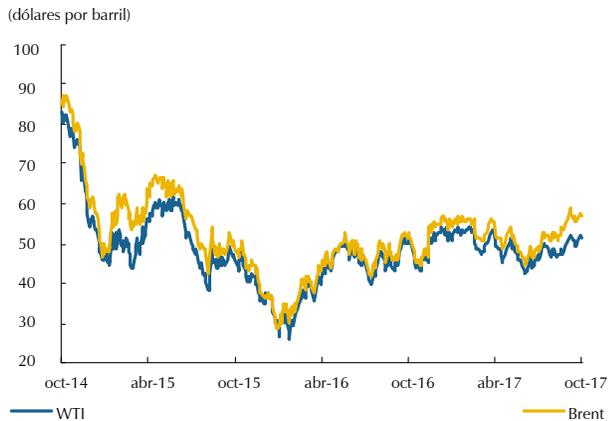
Gráfico 1
Indicadores de inflación anual total en los Estados Unidos y la zona del euro



Fuente: Bloomberg.

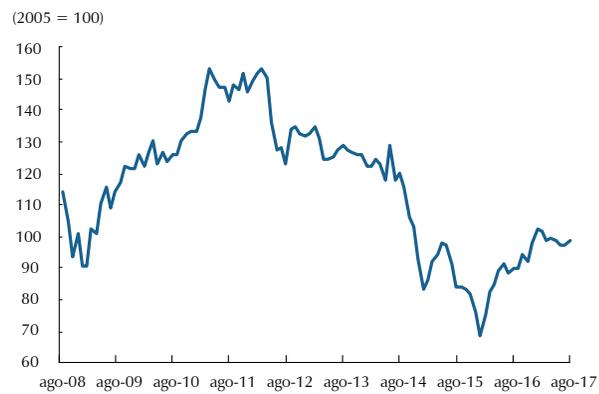
Como en el informe anterior, se continúa observando una inflación muy baja en las economías avanzadas. Aunque la inflación en los Estados Unidos aumentó en septiembre, registrando un 2,2% anual, las diferentes medidas de inflación básica continúan por debajo del 2,0%. La medida preferida por la Reserva Federal (Fed), el deflactor implícito del consumo, se situó en 1,3% en agosto. De igual forma, en la zona del euro la inflación básica continúa muy por debajo del 2,0%, a pesar de haber presentado alguna ligera aceleración en los últimos meses. En septiembre su inflación total fue de 1,3% anual, mientras que la básica registró un 1,1% anual en este mismo mes (Gráfico 1).

Gráfico 2
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



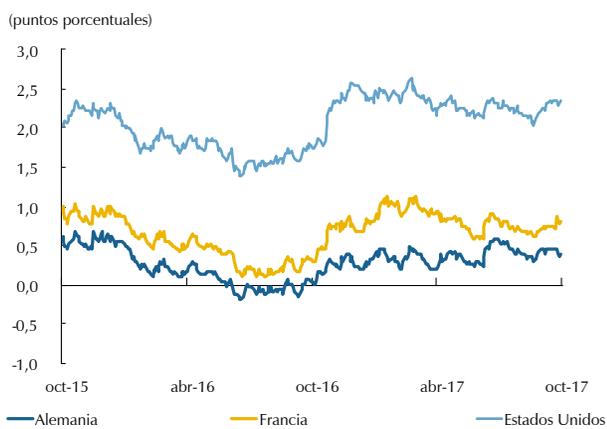
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3
Índice de términos de intercambio
(metodología comercio exterior)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4
Tasa de interés de los bonos soberanos a diez años para
algunas economías avanzadas



Fuente: Bloomberg.

2. Precios de los productos básicos

Con respecto al informe anterior, el único cambio de consideración en los precios de los bienes exportados por Colombia fue el del petróleo. En los últimos tres meses varios factores contribuyeron a que se observara un incremento en las cotizaciones internacionales del crudo (Gráfico 2). En primer lugar, los acuerdos de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) tuvieron un cumplimiento mayor que el pactado y que el esperado por los analistas. Además, dado el mayor crecimiento mundial registrado, la demanda aumentó significativamente. No obstante, aunque la producción ha aumentado, lo ha hecho a una tasa menor que la pronosticada anteriormente.

Así, durante el segundo trimestre los términos de intercambio del país continuaron mostrando una recuperación con respecto a 2015 y 2016. A agosto de 2017 se observó algún incremento con respecto al punto bajo alcanzado en junio (Gráfico 3).

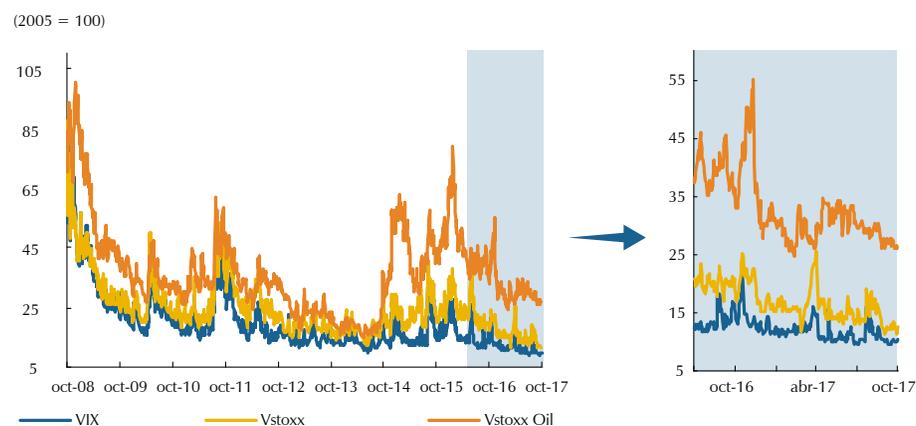
3. Mercados financieros

Durante el tercer trimestre las tasas de interés de largo plazo de las economías avanzadas se mantuvieron relativamente estables. En las últimas semanas han mostrado alguna tendencia al alza asociada con la expectativa de una política monetaria menos expansiva en los Estados Unidos y la zona del euro. Sin embargo, estas permanecen en niveles históricamente bajos (Gráfico 4).

Así, en los últimos meses se continuó observando una notable estabilidad en los mercados financieros globales, reflejada en los bajos niveles de los índices de volatilidad (Gráfico 5). Por tanto, se sigue presentando un elevado apetito por el riesgo, que mantiene en niveles bajos las primas de riesgo.

En América Latina dichas primas de riesgo, medidas con los *credit default swaps* (CDS), mostraron una leve tendencia descendente en los últimos meses (Gráfico 6). Esto se ha reflejado en entradas continuas de capital a las economías de la región.

Gráfico 5
Índices de volatilidad financiera



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6
Credit default swaps (CDS) a cinco años para algunos países de América Latina



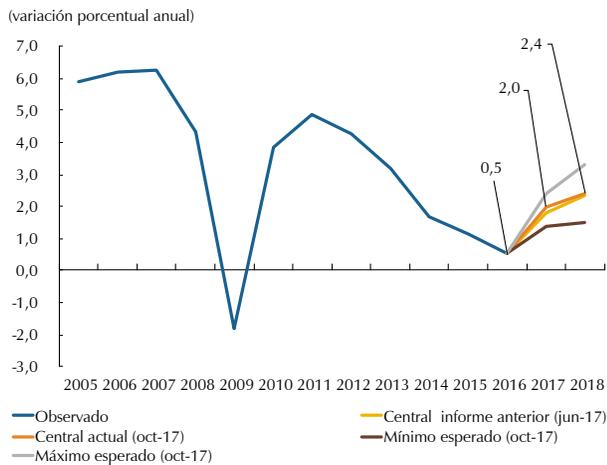
Fuente: Bloomberg.

4. Pronósticos del equipo técnico del Banco de la República

Teniendo en cuenta la información disponible a octubre, el pronóstico de crecimiento económico de los socios comerciales de Colombia para todo 2017 y 2018 aumentó levemente con respecto al informe de julio. Se espera que, al menos durante el horizonte de pronóstico, la demanda interna continúe siendo el motor de crecimiento en las economías avanzadas. En las emergentes se prevé una recuperación modesta, soportada por la mayor demanda mundial y por mejores precios de los bienes básicos. Así, se proyecta una recuperación del crecimiento de los socios comerciales en 2017 frente a lo observado en 2016, que continuaría en 2018.

Aunque se presentaron algunas revisiones a la baja puntuales en el crecimiento de algunos países, estas fueron compensadas con creces por los incrementos en otros. Para los socios comerciales de Colombia se proyecta una expansión económica promedio (ponderada por el comercio no tradicional) de 2,0% anual para 2017 y de

Gráfico 7
Crecimiento promedio de los socios comerciales
(ponderado por comercio no tradicional)



Fuente: cálculos y proyecciones del Banco de la República.

2,4% para 2018 (Gráfico 7). Las siguientes fueron las revisiones de los pronósticos individuales del escenario central con respecto al informe anterior (Cuadro 1):

- Para los Estados Unidos se revisó levemente a la baja el crecimiento de 2017, a pesar del buen dato del segundo trimestre. Lo anterior tiene en cuenta un efecto negativo de los eventos climáticos del tercer semestre. El consumo continuaría impulsando la economía, soportado en las mejoras continuas del mercado laboral.
- Para la zona del euro revisó de nuevo al alza el crecimiento para 2017 y 2018, debido a los buenos resultados del segundo trimestre y a los elevados niveles de confianza de consumidores y empresarios.
- El crecimiento de China para 2017 se revisó al alza, en especial debido a que su desempeño durante el tercer trimestre fue superior al previsto anteriormente. Hacia adelante esta economía se vería favorecida por la mayor demanda proyectada para las economías avanzadas. Además, se prevé que continúe dándose un proceso ordenado de conversión de esta economía a una más dependiente del consumo interno. Esto último implicaría una desaceleración continua del crecimiento más allá del horizonte de pronóstico.
- Con respecto al informe anterior, el crecimiento para América Latina en 2017 se revisó al alza en dos de los países monitoreados por el equipo

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

| Proyecciones de crecimiento de los socios | 2016 | Proyecciones para 2017 | | | Proyecciones para 2018 | | |
|--|--------|------------------------|---------|-----------------|------------------------|---------|-----------------|
| | | Escenario | | | Escenario | | |
| | | Mínimo esperado | Central | Máximo esperado | Mínimo esperado | Central | Máximo esperado |
| Principales socios | | | | | | | |
| Estados Unidos | 1,5 | 1,9 | 2,1 | 2,3 | 1,2 | 2,2 | 3,2 |
| Zona del euro | 1,8 | 1,9 | 2,1 | 2,3 | 1,0 | 1,9 | 2,5 |
| Venezuela ^{a/} | (12,0) | (10,0) | (8,0) | (6,0) | (5,0) | (2,0) | 0,0 |
| Ecuador | (1,5) | 0,0 | 2,0 | 2,5 | 0,0 | 1,0 | 2,0 |
| China | 6,8 | 6,2 | 6,6 | 6,8 | 5,2 | 6,2 | 6,8 |
| Otros socios | | | | | | | |
| Brasil | (3,6) | 0,2 | 0,6 | 1,0 | 0,6 | 2,2 | 3,2 |
| Perú | 3,9 | 2,3 | 2,8 | 3,3 | 3,0 | 4,2 | 5,0 |
| México | 2,9 | 1,5 | 2,0 | 2,5 | 1,3 | 2,3 | 3,0 |
| Chile | 1,6 | 1,0 | 1,4 | 1,8 | 1,4 | 2,7 | 3,4 |
| Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales) | 0,5 | 1,4 | 2,0 | 2,4 | 1,5 | 2,4 | 3,3 |

a/ El dato de 2016 para Venezuela corresponde a una estimación.
Fuente: Bloomberg; proyecciones y cálculos del Banco de la República.

Se prevé una recuperación modesta de las economías emergentes, soportada por la mayor demanda mundial y por mejores precios de los bienes básicos.

técnico: Brasil y Ecuador. Se mantuvo inalterado para México y Chile y se redujo para Perú y Venezuela. En cuanto a 2018, aumentaron los pronósticos de crecimiento para Brasil, Ecuador, Perú, México y Chile. Para ese año solo se habría revisado a la baja la expectativa para Venezuela.

- En Ecuador se incrementó el pronóstico, obedeciendo a la recuperación de su crecimiento observada entre el tercer trimestre de 2016 (cuando el PIB cayó un 1,5% anual) y el segundo trimestre de 2017 (cuando creció un 3,3% anual). Esto se atribuye a una entrada de liquidez externa que impulsó el aumento en el crédito y en el consumo público. Sin embargo, la revisión para 2018, aunque también fue al alza, es mucho más modesta.
- En Brasil aumentaron los pronósticos para 2017 y 2018. La información más reciente señala que la mejoría gradual de la economía brasilera ha continuado durante el tercer trimestre. Se espera que en los próximos años continúe este proceso de recuperación.
- En Venezuela de nuevo se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento para 2017 y 2018, debido al deterioro de la situación política y social.
- En Perú se revisó a la baja el crecimiento para 2017, debido a que los choques de oferta (El Niño costero y el escándalo a causa de Odebrecht) que afectaron a esta economía parecen haber tenido un efecto mayor que el previsto. Hacia 2018 se incrementó levemente el pronóstico de crecimiento, lo que estaría explicado por un sector minero que continuaría fortaleciéndose y por una mayor inversión en infraestructura.
- El crecimiento esperado de Chile para 2017 no presentó cambios. Para 2018 aumentó ligeramente, porque las inversiones en minería realizadas recientemente deberían empezar a rendir frutos, por la política monetaria más expansiva y por un consumo privado que sería más fuerte.
- Finalmente, para México se revisó ligeramente al alza el pronóstico de 2018. Anteriormente la senda de crecimiento era menor, puesto que se estimaba un mayor impacto de la incertidumbre asociada con el nuevo gobierno de los Estados Unidos. Sin embargo, los datos recientes sugieren que esto no se habría materializado, ya que la economía mexicana ha mostrado una notable resiliencia.

El escenario central de crecimiento aquí presentado contempla una inflación de las economías avanzadas con una leve tendencia ascendente. Esta expectativa implica un incremento de los precios algo mayor que la del informe de julio.

El escenario central no contempla efectos importantes del programa de reducción de la hoja de balance de la Fed.

Lo anterior se traduciría en un incremento de la tasa de política de la Fed en diciembre de este año y otros dos durante 2018. Así, su senda esperada es ahora mayor que la pronosticada en el informe anterior. A finales de 2018 su límite superior se ubicaría en 2%. A pesar de esto, la tasa de interés continuaría en niveles históricamente bajos (Gráfico 7). El programa de reducción de la hoja de balance de la Fed no tendría efectos de consideración sobre las condiciones de financiamiento enfrentadas por Colombia.

Por otro lado, no se anticipan incrementos en la tasa de política del Banco Central Europeo. No obstante, dados los anuncios de reducción en el programa de compra

de activos, se espera que la política monetaria sea algo menos expansiva hacia 2018 que la contemplada en el informe anterior.

En el escenario central no se consideran efectos de trascendencia derivados de los eventos geopolíticos recientes. En primer lugar, no se espera que el gobierno de los Estados Unidos implemente políticas que tengan efectos positivos o negativos sobre el crecimiento, al menos en el horizonte de pronóstico. De igual forma, no se esperan efectos causados por la negociación del *brexit* sobre el crecimiento de la zona del euro. Finalmente, no se incorpora ningún efecto negativo derivado de la crisis asociada con la independencia de Cataluña.

En cuanto a los pronósticos del precio de las materias primas, en el escenario central la revisión más importante se observó para el petróleo (Cuadro 2), el cual se revisó al alza, tanto para 2017 como para 2018. Esto, en vista del mayor nivel observado en los últimos meses de sus cotizaciones internacionales. Este pronóstico supone un cumplimiento completo de los acuerdos de la OPEP, un mayor crecimiento económico global que estimulará la demanda, y una producción que crecería menos que lo esperado hace un trimestre.

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

| | 2016 | Proyecciones para 2017 | | | Proyecciones para 2018 | | |
|--|-------|------------------------|---------|-----------------|------------------------|---------|-----------------|
| | | Escenario | | | Escenario | | |
| | | Mínimo esperado | Central | Máximo esperado | Mínimo esperado | Central | Máximo esperado |
| Petróleo Brent (dólares por barril) | 45,14 | 51 | 53 | 55 | 43 | 55 | 63 |
| Carbón (dólares por tonelada) | 54,30 | 64 | 68 | 72 | 54 | 65 | 81 |
| Café colombiano (<i>ex dock</i>) (dólares por libra) | 1,55 | 1,50 | 1,54 | 1,60 | 1,30 | 1,60 | 1,90 |
| Níquel bolsa de Londres (dólares por tonelada) | 9.638 | 9.800 | 10.100 | 10.300 | 9.000 | 10.500 | 13.000 |
| Oro ^{a/} (dólares por onza troy) | 1.248 | 1.300 | 1.250 | 1.150 | 1.500 | 1.260 | 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.

Naturalmente, el escenario central contemplado en este *Informe* implica riesgos al alza y a la baja. Pese a que con respecto al informe anterior el contexto externo enfrentado por Colombia es ahora más favorable, el balance de riesgos continúa mostrando un sesgo negativo.

Los principales riesgos a la baja considerados en esta ocasión son:

- *Una política monetaria menos expansiva que la contemplada:* si la tasa de política de la Fed sube muy por encima de lo esperado por el mercado, podría comprometer la recuperación de la actividad económica, sobre todo la de las economías emergentes, puesto que encarecería su financiamiento. Este riesgo se puede materializar si la economía de los Estados Unidos crece más rápido que lo esperado o reporta una inflación más alta.

El que la política monetaria de las economías avanzadas se contraiga más rápido que lo esperado representa un riesgo a la baja sobre el crecimiento de los socios comerciales.

- *Niveles de endeudamiento altos en el contexto global:* los crecientes niveles de apalancamiento continúan representando un riesgo para la estabilidad financiera global. Como se ha señalado, esta tendencia es en particular preocupante en China. No se puede descartar que este fenómeno conduzca a un crecimiento menor que el esperado.
- *Menor inversión en los Estados Unidos que en el escenario central:* buena parte de las expectativas de mayor crecimiento en los Estados Unidos descansan sobre el supuesto de que el nuevo gobierno implementará políticas de estímulo fiscal o reducciones en impuestos. Esto habría impulsado en forma importante la inversión en activos fijos durante el primer trimestre. Sin embargo, es posible que la inversión se vea afectada el resto del año si estas políticas no se materializan, lo cual afectaría de manera negativa el crecimiento.
- *Eventos geopolíticos adversos:* varios eventos podrían afectar negativamente el crecimiento de los socios comerciales del país. Aunque no se descartan otros, los principales podrían ser la implementación de políticas resultantes de una fallida renegociación del tratado de libre comercio de Norteamérica (Nafta), noticias adversas relacionadas con la negociación del *brexit*, mayores tensiones en la península de Corea, y un deterioro de la situación entre España y Cataluña.

Los principales riesgos al alza considerados son:

- *Inflación estructuralmente baja en las economías avanzadas:* es posible que la baja inflación observada en los últimos meses sea persistente por razones estructurales (por ejemplo, nuevas tecnologías que reducen los *mark up* en varios mercados). Si este riesgo se materializa, permitiría una política monetaria más expansiva en los Estados Unidos o en la zona del euro que la contemplada en el escenario central.
- *Una recuperación cíclica de la economía mundial mayor que lo anticipada:* recientemente los datos de actividad económica han resultado ser mejores que los esperados por el mercado y que lo presentado en el informe de julio. Estas sorpresas han sido asociadas con una recuperación económica global, que podría ser mayor que la contemplada en el escenario central descrito anteriormente.

Si los datos de actividad económica continúan siendo mejores que lo esperado es posible que el crecimiento de los socios comerciales sea mayor que el presentado en el escenario central.

B. BALANZA DE PAGOS

1. Resultados para el primer semestre de 2017

Durante el primer semestre de 2017 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 6.119 m, superior en USD 127 m al de un año atrás. Como proporción del producto interno bruto (PIB), el déficit se ubicó en 4,1%, lo que significó una reducción de 0,5 puntos porcentuales (pp) frente al 4,6% observado en igual período de 2016. Es importante anotar que parte de la reducción del

El principal rubro que incidió en la reducción del déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB fue el menor déficit comercial, debido en mayor medida a la mejora en los precios de exportación.

déficit como porcentaje del PIB es resultado del efecto de la apreciación del peso frente al dólar en la medición del PIB nominal en dólares.

El incremento en dólares del déficit corriente estuvo explicado por los mayores egresos netos por renta factorial (USD 1.248 m) y, en menor medida, por servicios no factoriales (USD 125 m). Por el contrario, el menor déficit comercial de bienes (USD 996 m) y las mayores transferencias corrientes (USD 249 m) contribuyeron al descenso del déficit externo. Como resultado de la mejora de los términos de intercambio del país, debido al incremento de los precios de exportación, los ingresos corrientes registraron un crecimiento del 12,2%, tasa similar a la observada en los egresos. Es importante anotar que la evolución del déficit corriente a junio de 2017 estuvo acorde con la tendencia esperada y presentada en el informe anterior, en el cual se estimaba un déficit para el segundo trimestre del 3,5% del PIB.

La disminución del déficit comercial de bienes ocurrió gracias al crecimiento de las exportaciones por USD 2.194 m (14%), que compensó con creces el incremento de las importaciones (USD 1.198 m, 5,8%). El aumento de las ventas externas se dio en un entorno de mayores precios de los principales bienes básicos, en especial de petróleo y carbón. En tanto, las ventas de productos industriales registraron niveles levemente mayores a los de un año atrás (+1,7%). Por otro lado, el incremento de las compras externas del país fue consistente con la apreciación de la tasa de cambio en el primer semestre, así como con la leve recuperación del consumo durable y las mayores importaciones de equipo de transporte (en especial aeronaves) y de bienes para la industria (tanto materias primas como bienes de capital, incluyendo bienes para el sector minero).

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, este se incrementó en USD 125 m en el mismo período. Por el lado de las importaciones, se destacan los mayores egresos asociados con los pagos por seguros, servicios financieros y fletes, así como el mayor gasto por viajes de colombianos en el exterior. En las exportaciones, sobresale el incremento de los ingresos originados por la venta de servicios empresariales (servicios de asesoría y consultoría, *call centers*), así como por el aumento de viajeros no residentes y de su gasto en el país.

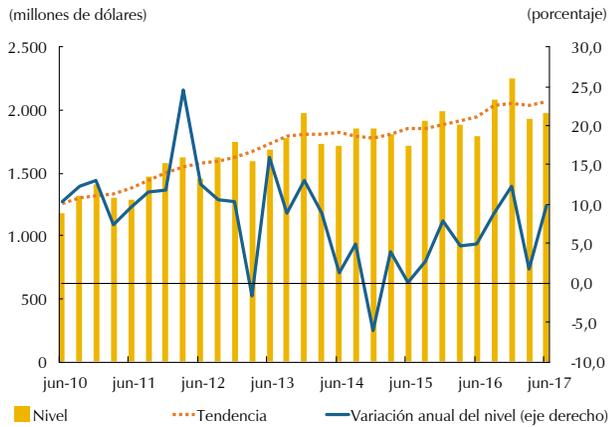
Los mayores precios de los principales bienes básicos, en especial petróleo y carbón, también se ha reflejado en un incremento de las utilidades de las empresas con IED. Esto, sumado a los pagos por intereses de la deuda externa, ha presionado al alza el déficit externo.

Lo anterior refleja para el período un mayor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones de servicios; sin embargo, cabe destacar que estas últimas han mostrado un buen desempeño en los últimos años, al crecer a tasas anuales positivas desde el primer trimestre de 2015 (Gráfico 8, panel A). Por su parte, las importaciones de servicios volvieron a crecer a partir del último trimestre del año pasado, luego de cerca de dos años de caídas continuas en términos anuales (Gráfico 8, panel B).

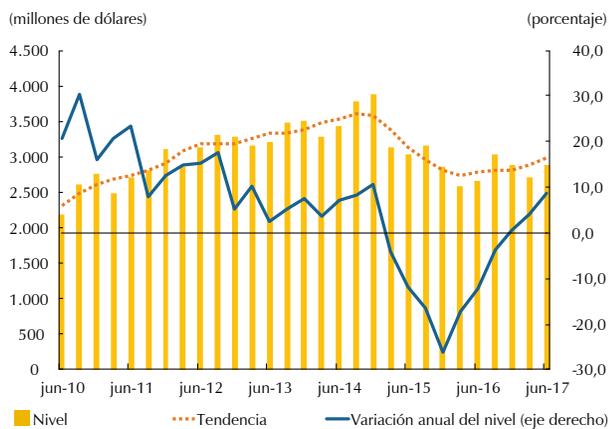
A su vez, en el primer semestre de 2017 se observó un incremento de los egresos netos por renta factorial por USD 1.248 m, que se atribuye, por un lado, a las mayores utilidades de las firmas con inversión extranjera en el país del sector petrolero y minero y, por el otro, a los mayores pagos de intereses asociados con préstamos y títulos de deuda externa.

Gráfico 8
Exportaciones e importaciones de servicios
(trimestral)

A. Exportaciones de servicios



B. Importaciones de servicios



Fuente: Banco de la República.

Con relación a las transferencias corrientes netas, estas aumentaron anualmente en 9,0%, gracias, sobre todo, al crecimiento de las remesas de trabajadores (9,5% anual). En esta última partida, los aumentos más importantes se observaron en las remesas enviadas desde los Estados Unidos y algunos países latinoamericanos, como Chile, Argentina y Brasil.

En cuanto al financiamiento externo, en lo corrido de 2017 a junio se observaron entradas netas de capital por USD 5.760 m, inferiores a las de un año atrás, cuando se ubicaron en USD 6.413 m. Durante este período la inversión directa neta (USD 3.208 m) disminuyó en USD 3.107 m, debido principalmente a las menores entradas de inversión extranjera directa (IED), como resultado del efecto base por la venta de Isagén en la primera mitad de 2016. Los flujos recibidos por las empresas pertenecientes al sector manufacturero y al mineroenergético fueron los que más aportaron al incremento de la IED.

Por concepto de inversiones extranjeras de cartera, el país recibió entradas por USD 3.258 m, al tiempo que constituyó activos financieros en el exterior por USD 1.516 m. Los recursos recibidos en el primer semestre del año se originaron en su mayoría en la compra de TES por parte de inversionistas extranjeros y, en menor medida, en la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales, gran parte de los cuales fueron emitidos por el Gobierno.

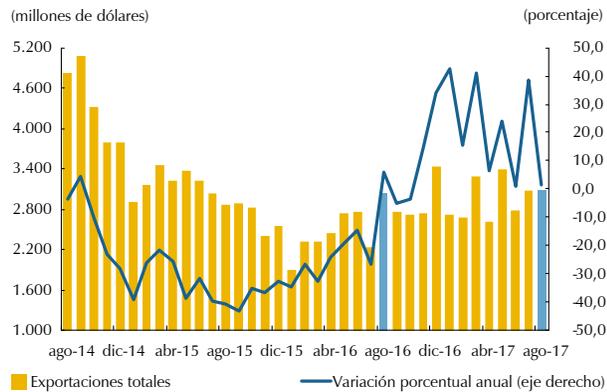
En cuanto a otros flujos de capital, el país registró salidas netas por USD 1.058 m, consecuencia principalmente de los elevados pagos de amortizaciones. Durante el período de análisis las reservas internacionales por transacciones de la balanza de pagos aumentaron en USD 247 m, debido, en gran parte, a los ingresos por rendimiento neto del portafolio. A junio de 2017 el saldo de reservas internacionales netas de Colombia ascendió a USD 47.234 m.

2. Pronósticos

a. Estimación para el tercer trimestre de 2017

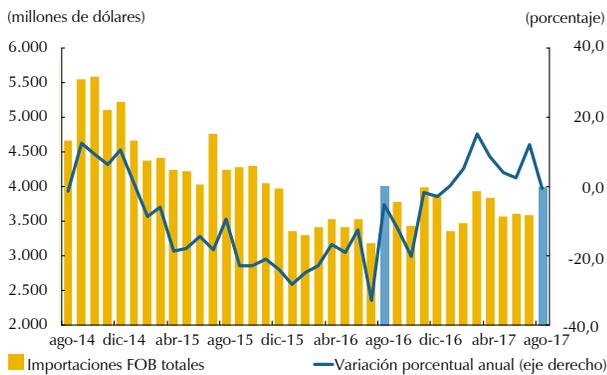
De acuerdo con la información disponible, tanto en dólares como en proporción del PIB, se proyecta una reducción del déficit en la cuenta corriente del tercer trimestre de 2017 frente al mismo período de 2016. Como proporción del PIB, este se habría ubicado cerca del 2,9%, inferior al 5,0% de un año atrás. Con respecto al comercio exterior de bienes, los datos disponibles muestran que en el bimestre julio-agosto las expor-

Gráfico 9
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 10
Importaciones totales FOB
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

taciones totales en dólares aumentaron en USD 898 m (17,1%) frente al año anterior (Gráfico 9), principalmente por el mayor valor exportado de productos industriales, carbón, petróleo crudo y café. En cuanto a las importaciones *free on board* (FOB)¹, en dicho período estas se incrementaron en USD 373 m (5,2% en términos anuales), debido, en gran medida, a la mayor adquisición de equipo de transporte, en su mayoría aeronaves. Las compras externas de insumos para la industria y de productos de consumo no durable también contribuyeron de manera positiva al crecimiento de las importaciones totales (Gráfico 10) (véase sombreado, p. 26).

Por otra parte, se espera que para el tercer trimestre el déficit de servicios no factoriales sea menor al registrado en igual período de un año atrás y que se incrementen los egresos netos por renta factorial, esto último debido al incremento de las utilidades de las empresas con IED que operan en el sector mineroenergético. También, se prevé que el pago de intereses por préstamos y títulos de deuda continúe siendo una fuente importante de presión sobre el déficit corriente, tal y como se observó en 2016 y el primer semestre de 2017.

En relación con los flujos de capital, se estima que durante el tercer trimestre de 2017 los recursos de IED habrían sido mayores que los observados en igual período de un año atrás, debido a los recursos recibidos por empresas del sector de comunicaciones por cuenta de la capitalización de Coltel y el laudo arbitral a favor de la nación. Por

otra parte, la información disponible sobre flujos de capital proveniente de la balanza cambiaria muestra que entre julio y septiembre hubo una reducción anual de los recursos de inversión extranjera de portafolio del sector privado². A lo anterior se sumarían recursos provenientes de colocaciones de bonos por parte de bancos y empresas del sector privado y, en menor medida, de créditos externos con la banca multilateral (obtenidos especialmente por el Gobierno y otras entidades del sector público).

1 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 *cost, insurance and freight* (CIF), las cuales incluyen el valor de los fletes y seguros. Durante el bimestre julio-agosto las importaciones CIF totalizaron USD 7.941 m, lo que representa un crecimiento de 4,9% anual.

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

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES EN DÓLARES PARA EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2017 Y LO CORRIDO DEL TERCERO

Con el fin de contextualizar y ofrecer una perspectiva más amplia de las cifras presentadas en este apartado, se inicia con la mención al comportamiento del comercio internacional de bienes en lo corrido de 2017.

Las exportaciones totales de bienes en dólares crecieron en lo corrido del año 19,5% anual, soportadas principalmente en el aumento de las ventas externas de bienes del grupo minero (29,7% anual), que contribuyeron con 15,7 pp (de los 19,5 pp de incremento total). Este crecimiento total se debe en especial a un efecto de precios, el cual también proviene en su mayoría del grupo minero¹.

Los bienes agrícolas ascendieron en este período a una tasa anual de 13,7%, mientras que las exportaciones no tradicionales lo hicieron a una de 5,5%. Este último grupo de bienes se ha venido acelerando a lo largo del año, mostrando una importante recuperación (el grupo varió anualmente -1,4% en el primer trimestre del año, 4,2% en el segundo, y 17,0% en lo corrido del tercero).

En cuanto a las importaciones, en lo corrido del año han crecido 5,7% anual, con aportes positivos de los tres grupos, donde se destacan los bienes de capital y los intermedios. El aumento se debe en su mayoría a un efecto de cantidades, concentrado especialmente en los bienes de capital (con importante aporte de las aeronaves).

Segundo trimestre de 2017:

Durante el segundo trimestre de 2017 se registró un crecimiento de las exportaciones totales de bienes en dólares de 10,5% con respecto al mismo período del año anterior, debido principalmente a las mayores ventas externas de los bienes de origen minero, en donde se destaca el aumento de 35,7% en las exportaciones de carbón (Cuadro A).

Este comportamiento es coherente con el alza en los índices de precios de las exportaciones para los tres grupos de bienes², la cual estimuló las cantidades exportadas, llevando a su incremento en los grupos minero y resto de exportaciones.

Por su parte, en el crecimiento de 4,2% anual de las exportaciones de bienes no tradicionales (en su mayoría manufactu-

ras), el rubro de alimentos, bebidas y tabaco (sin café) registró el incremento más importante: 26,5% anual. Por destinos, los crecimientos más relevantes de este tipo de exportaciones se dieron hacia Ecuador y el resto de Aladi³, registrando variaciones anuales de 30,5% y 16,5%, respectivamente. A su vez, las ventas de este grupo de bienes hacia Venezuela y México cayeron, en su orden, 46,3% y 9,9%. Hacia los Estados Unidos, principal socio comercial para este grupo de bienes, se presentó un leve crecimiento: 3,7% (Gráfico A).

El grupo de bienes agrícolas fue el único que presentó una caída anual en este período (-5,4%), debido a descensos en las ventas externas de café y banano, provocadas por cifras muy especiales en términos de sus cantidades exportadas: para el café influyó de forma importante una alta base de comparación debido al buen desempeño que se registró en abril de 2016, mientras que para el banano el dato de abril de 2017 fue bastante bajo con respecto a los meses con los que se está comparando.

En cuanto a las importaciones FOB en dólares, en el segundo trimestre se observó un incremento anual de 5,1% debido a crecimientos en las compras externas de bienes de capital (11,5%), y de bienes intermedios (5,4%), donde las aeronaves y el combustible, respectivamente, fueron los rubros que más aportaron en cada grupo (Gráfico B). Además, en estas dos ramas se destaca el crecimiento de las importaciones para la industria (estas incluyen bienes para el sector minero).

Por su parte, el grupo de bienes de consumo fue el único que se contrajo. Los bienes durables cayeron 4,5% anual, reflejando la disminución en las importaciones de vehículos de transporte particular (-13,3%). En cuanto al descenso de 2,2% en los bienes no durables, los productos alimenticios fueron los que más influyeron.

Bimestre julio-agosto de 2017:

En el bimestre julio-agosto de 2017 las exportaciones continuaron impulsadas por mejores precios internacionales del petróleo y el carbón; sin embargo, el precio del café exhibió, en promedio, un nivel levemente inferior frente al mismo período de 2016⁴.

1 Se destaca el aumento de 23,1% y de 61,1% anual en el precio internacional del Brent y el carbón, respectivamente.

2 Adicionalmente, en términos de precios internacionales, en el trimestre se registró un aumento de 57,9%, 8,6% y 1,7% para el carbón, el Brent y el café de Colombia, respectivamente.

3 Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi), sin Venezuela, Ecuador, Perú ni México.

4 El precio internacional del carbón y el Brent creció respectivamente 43,6% y 8,0% anual para el bimestre. El del café de Colombia cayó 5,4%.

Cuadro A
Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para el segundo trimestre de 2017 (FOB)
(porcentaje)

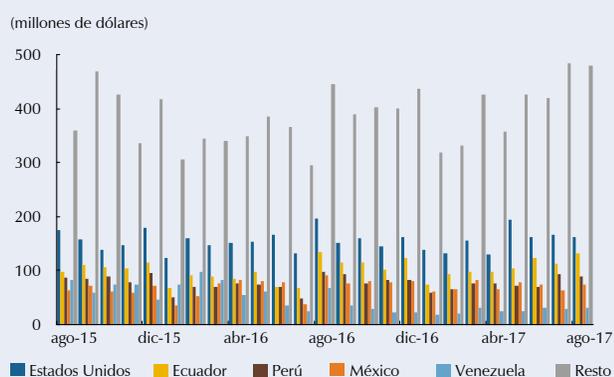
| Grupo | Variación porcentual anual | Rubros con importantes contribuciones a la variación anual | |
|--|----------------------------|--|--------------------------------------|
| | | Rubro | Variación porcentual anual del rubro |
| Total exportaciones | 10,50 | | |
| Bienes de origen minero | 19,10 | Carbón, lignítico y turba | 35,70 |
| | | Petróleo crudo | 8,00 |
| Resto de exportaciones ^{a/} (no tradicionales) | 4,20 | Alimentos, bebidas y tabaco (sin café) | 26,50 |
| | | Minerales no metálicos y metales básicos | 22,90 |
| | | Hacia Ecuador | 30,50 |
| | | Hacia el resto de Aladi ^{b/} | 16,50 |
| | | Hacia la Unión Europea | (46,30) |
| Bienes de origen agrícola | (5,40) | Café | (11,60) |
| | | Banano | (12,00) |
| | | Flores | 10,10 |
| Total importaciones | 5,10 | | |
| Bienes de capital | 11,50 | Equipo de transporte | 33,00 |
| | | Bienes de capital para la industria | 4,00 |
| Bienes intermedios | 5,40 | Combustibles | 16,70 |
| | | Materias primas para la industria | 2,60 |
| Bienes de consumo | (3,30) | Bienes durables | (4,50) |
| | | Bienes no durables | (2,20) |

a/ Este grupo no incluye petróleo ni derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. En su mayoría son exportaciones manufactureras.

b/ Aladi sin Venezuela, Ecuador, Perú ni México.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

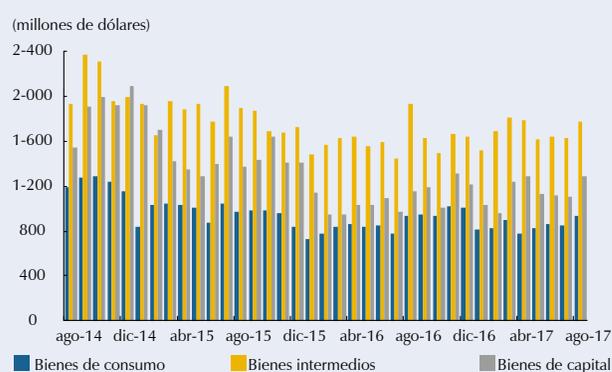
Gráfico A
Exportaciones no tradicionales FOB por destinos: Estados Unidos, Ecuador, Perú, México, Venezuela y resto^{a/} (mensual)



a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. En su mayoría son exportaciones manufactureras.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Para el bimestre, las exportaciones totales en dólares crecieron 17,1% anual, impulsadas por sus tres grupos de bienes (Cuadro B). El mayor aporte a este crecimiento vino por parte de los bienes de origen minero (debido a su alta

Gráfico B
Importaciones por tipo de bienes (FOB) (mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

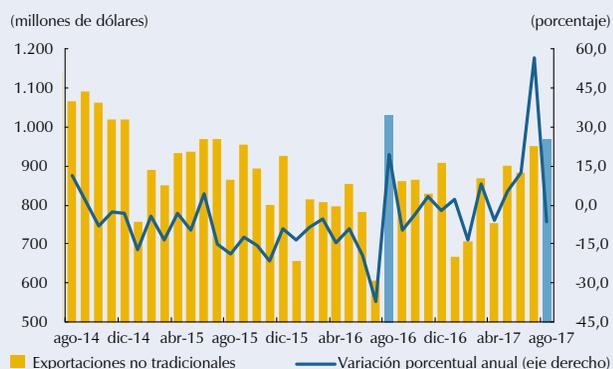
participación); sin embargo, se destaca el crecimiento de los grupos agrícola y resto de exportaciones, que registraron niveles importantes en el bimestre.

Cuadro B
Exportaciones e importaciones de bienes en dólares para lo corrido del tercer trimestre de 2017 (FOB)
(porcentaje)

| Grupo | Variación porcentual anual | Rubros con importantes contribuciones a la variación anual | |
|--|----------------------------|--|--------------------------------------|
| | | Rubro | Variación porcentual anual del rubro |
| Total exportaciones | 17,10 | | |
| Bienes de origen minero | 13,50 | Carbón, lignítico y turba | 24,70 |
| | | Petróleo crudo | 13,40 |
| Resto de exportaciones ^{a/} (No tradicionales) | 17,00 | Alimentos, bebidas y tabaco sin café | 38,60 |
| | | Minerales no metálicos y metales básicos | 28,90 |
| | | Hacia resto de Aladi ^{b/} | 24,90 |
| | | Hacia Ecuador | 21,70 |
| | | Hacia Perú | 24,70 |
| Bienes de origen agrícola | 36,40 | Café | 46,90 |
| | | Flores | 11,90 |
| | | Banano | 59,00 |
| Total importaciones | 5,20 | | |
| Bienes de capital | 12,10 | Equipo de transporte | 30,20 |
| | | Bienes de capital para la industria | 3,90 |
| Bienes intermedios | 1,00 | Materias primas para la industria | 2,70 |
| | | Materias primas para la agricultura | (9,30) |
| Bienes de consumo | 4,00 | Bienes no durables | 6,10 |
| | | Bienes durables | 1,40 |

a/ Este grupo no incluye petróleo ni derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. En su mayoría son exportaciones manufactureras.
b/ Aladi sin Venezuela, Ecuador, Perú ni México.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico C
Exportaciones de bienes no tradicionales FOB^{a/}
(mensual)



a/ Sin petróleo ni derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano ni flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas. En su mayoría son exportaciones manufactureras.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Para el caso de las exportaciones no tradicionales, en el bimestre se vieron los niveles más altos del año (Gráfico C). Se resaltan los crecimientos anuales de las ventas externas de estos bienes hacia el resto de Aladi, Ecuador y Perú (Cuadro B). Por su parte, hacia los Estados Unidos estas exportaciones apenas crecieron 0,3% anual, mientras que hacia Venezuela cayeron 34,0%⁵.

En lo que respecta a las importaciones FOB, para el bimestre se mantuvo una dinámica parecida a la del segundo trimestre del año, al crecer anualmente al 5,2%, soportada

5 En el acumulado del año a agosto de 2017 este grupo de bienes crece 5,5% anual, en donde se destaca el crecimiento de estas exportaciones hacia el resto de Aladi (22,6%) y Ecuador (20,2%). Los Estados Unidos crecen 1,0%, mientras que con una variación de -57,6 % anual Venezuela es el único destino que presenta cifras negativas entre los destinos aquí discriminados (los Estados Unidos, Ecuador, Perú, México, Venezuela, resto de Aladi, Unión Europea, Asia y resto de destinos).

principalmente en las compras externas de aeronaves. Una importante diferencia frente a dicho período es que en el bimestre actual los bienes de consumo presentaron variaciones anuales positivas: 6,1% para los no durables, y 1,4% para los durables, donde en cada grupo se destacó el crecimiento de las compras externas del rubro de vestuario y otras confecciones, y el de máquinas y aparatos de uso doméstico, respectivamente.

Finalmente, es importante advertir que los crecimientos anuales de exportaciones e importaciones para este bimestre deben ser leídos con cuidado debido al ruido estadístico, presente en la base de comparación, que generó el paro camionero en el mes de julio del año pasado. En este mes el comercio internacional de bienes cayó fuertemente, y aunque se presentó una recuperación en agosto, esta pudo no haber compensado el choque inicial.

b. Estimación para todo 2017 y 2018

Utilizando las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales del país y de los términos de intercambio presentados en la primera parte de este capítulo, los ejercicios de pronóstico efectuados para este *Informe* indican que el déficit en la cuenta corriente se seguirá ajustando en 2017, tanto en dólares como en términos del PIB. En el escenario más probable el déficit corriente para todo el año estaría alrededor de USD 11.493 m, correspondientes a 3,7% del PIB (Cuadro 3).

Para todo 2017 se estima que el balance en el comercio de bienes continuaría siendo deficitario, pero menor al registrado en 2016, debido a unos términos de intercambio que para el promedio del año serían superiores a los de un año atrás. Al igual que la proyección presentada un trimestre atrás, se prevé un importante crecimiento del valor de las principales exportaciones mineras, impulsadas más

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

| | 2013 | 2014 | 2015 (pr) | 2016 (pr) | 2017 (proy) |
|---|----------|----------|-----------|-----------|-------------|
| Cuenta corriente (A + B + C) | (12.502) | (19.764) | (18.777) | (12.305) | (11.493) |
| Porcentaje del PIB | (3,29) | (5,22) | (6,44) | (4,35) | (3,70) |
| A. Bienes y servicios | (3.159) | (11.861) | (18.557) | (13.016) | (11.225) |
| B. Ingreso primario (renta de los factores) | (14.230) | (12.525) | (5.650) | (5.113) | (6.621) |
| C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes) | 4.887 | 4.622 | 5.430 | 5.823 | 6.353 |
| Cuenta financiera (A + B + C + D) | (11.738) | (19.332) | (18.196) | (12.683) | (11.135) |
| Porcentaje del PIB | (3,09) | (5,11) | (6,25) | (4,49) | (3,58) |
| A. Inversión directa (ii - i) | (8.557) | (12.265) | (7.414) | (9.210) | (9.136) |
| i. Extranjera en Colombia (IED) | 16.209 | 16.164 | 11.632 | 13.726 | 12.881 |
| ii. Colombiana en el exterior | 7.652 | 3.899 | 4.218 | 4.516 | 3.745 |
| B. Inversión de cartera | (7.438) | (11.565) | (10.283) | (3.718) | (3.509) |
| C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados) | (2.690) | 61 | (914) | 80 | 964 |
| D. Activos de reserva | 6.946 | 4.437 | 415 | 165 | 546 |
| Errores y omisiones (E y O) | 763 | 432 | 581 | (377) | 359 |

(pr): preliminar; (proy): proyección.

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

Fuente: Banco de la República.

La proyección de la balanza de pagos para 2017 indica que el déficit de la cuenta corriente se ubicaría cerca del 3,7% como porcentaje del PIB. Esto implicaría una corrección frente al 4,4% de 2016, la cual se explicaría por un crecimiento de los ingresos externos, mayor a la de los egresos.

por el incremento de sus precios que de sus volúmenes de exportación. Adicionalmente, se elevó el pronóstico de crecimiento del resto de exportaciones (distintas a los principales bienes mineros y agrícolas), resultado del desempeño mostrado en lo corrido del año y de las mayores tasas de crecimiento de los principales socios comerciales esperadas para el segundo semestre.

En cuanto a las importaciones de bienes, se estima un crecimiento anual para todo 2017 de 3,5%. Este incremento estaría impulsado por el dinamismo esperado de algunos componentes de la inversión y, en menor medida, por las mayores compras externas de insumos y bienes intermedios para la industria. Frente a la proyección efectuada en el informe anterior, se revisó a la baja el supuesto de crecimiento de las importaciones, en especial por el comportamiento que estas han mostrado en lo corrido del tercer trimestre del año. Por otra parte, debido al efecto base de los últimos meses de 2016 (anticipación del IVA y feria del automóvil) se espera que crezcan a una tasa moderada en el último trimestre de este año.

Por concepto de la renta factorial, se esperan mayores egresos netos en 2017, debido al incremento de las utilidades de las empresas extranjeras que operan en el sector mineroenergético, acordes con los mayores precios de exportación. También, se prevén mayores pagos por intereses de la deuda externa, debido, en mayor medida, al incremento de las tasas de interés externas y de su impacto sobre el saldo de la deuda.

En servicios no factoriales, se prevé que el déficit en 2017 alcance un monto mayor al observado un año atrás. Por un lado, se estima un crecimiento de los egresos asociados con el pago de fletes (dada la expansión de las importaciones y el mayor precio de petróleo en promedio) y de los servicios financieros a bancos y entidades del exterior. También, se prevén mayores importaciones de servicios vinculados con la actividad petrolera y de pagos por reaseguros con el exterior. En cuanto a las exportaciones, se anticipa un incremento de los ingresos derivados del turismo, debido al mayor número y gasto esperado de viajeros extranjeros en Colombia y, en menor medida, de la prestación de otros servicios empresariales.

Finalmente, se proyectan mayores ingresos netos por transferencias, en particular debido al dinamismo observado en las economías de los Estados Unidos y Europa (véase la sección A de este capítulo).

Se prevé que el país en 2017 siga recibiendo montos importantes de capitales externos, siendo la inversión extranjera directa la principal fuente de financiamiento.

En cuanto a los flujos de capital, para 2017 se prevé que los recursos por inversión directa sean la principal fuente de financiamiento, seguidos de la inversión de cartera (Cuadro 3), en tanto que por préstamos y otros créditos externos se registrarían amortizaciones netas. Los flujos por IED en Colombia registrarían una caída anual de 6,2%, producto del efecto base de los recursos de la venta de Isagén en 2016. Adicional a esto, se esperan entradas netas de capital por inversiones de cartera, en gran parte asociadas con la compra de TES por parte de extranjeros y con la colocación de bonos a cargo del Gobierno.

Para 2018 se prevé una leve reducción del déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB ubicándose alrededor del 3,6%. Para ese año el aporte de las exportaciones de bienes básicos sería bajo, debido a la recuperación de los precios para 2017 y que no continuaría al mismo ritmo en 2018.

Al igual que en el informe anterior, para todo 2017 se consideraron dos escenarios alternativos de pronóstico de la balanza de pagos, además del central, asociados con diferentes condiciones y disponibilidad de financiamiento externo para la economía local, así como con las diversas proyecciones de precios de los bienes básicos y de crecimiento de los socios comerciales, según se muestra en la primera parte de este capítulo. Los distintos supuestos sobre estos y otros factores determinan la amplitud del rango de proyección del déficit en la cuenta corriente. De esta manera, como proporción del PIB se estima un escenario bajo de 3,4% y uno alto de 4,0%.

Para 2018 se proyecta un déficit en la cuenta corriente en dólares levemente mayor al estimado para 2017, lo que implica una ligera reducción como proporción del PIB, al ubicarse cerca del 3,6%. En 2018 se prevé una ampliación del déficit comercial de bienes, debido, en gran parte, al incremento de las importaciones, en comparación con el crecimiento moderado de las exportaciones. Estas últimas estarían impulsadas en buena parte por el comportamiento de las ventas externas de bienes industriales, de acuerdo con la recuperación de la demanda externa. Para ese año la contribución de las exportaciones de bienes básicos sería baja, resultado de la recuperación de los precios internacionales prevista para 2017 y que no continuaría al mismo ritmo en 2018. En relación con las compras externas de bienes del país, estas seguirían registrando tasas positivas de crecimiento, acordes con la mayor actividad económica prevista para el año siguiente. Adicional a esto, se esperan mayores ingresos por transferencias corrientes y un déficit similar por servicios no factoriales, en tanto que los egresos netos por renta factorial registrarían un incremento.

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

Como se había previsto, en el segundo trimestre la economía colombiana **continuó** mostrando un crecimiento bajo. La demanda interna se aceleró levemente y las cuentas del comercio internacional contribuyeron negativamente al crecimiento. Se destacó el impulso del consumo público.

Por ramas de actividad, los mayores crecimientos se observaron en la agricultura y en los servicios financieros. Por el contrario, la actividad minera y la industria mostraron retrocesos importantes.

La información disponible para el tercer trimestre sugiere que la actividad económica habría mostrado un mejor desempeño frente al primer semestre del año.

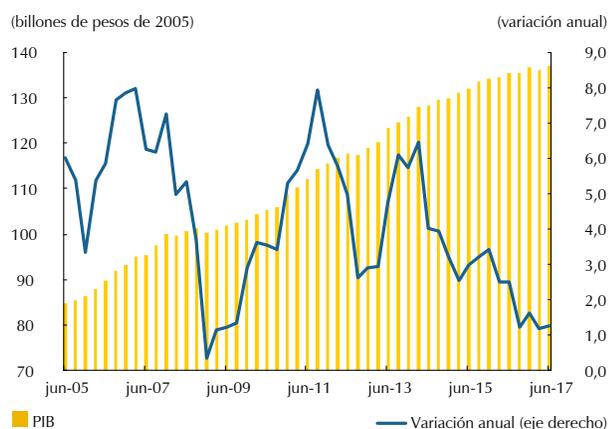
A. COMPORTAMIENTO DEL PIB DURANTE EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2017

De acuerdo con la publicación más reciente de las cifras de PIB por parte del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la economía colombiana registró un incremento anual de 1,3% en el segundo trimestre de 2017³. Este resultado fue similar al registro del agregado de los primeros tres meses del año pasado (cuando

el PIB creció 1,2%; Gráfico 11) y al punto medio del rango de pronóstico presentado en el anterior *Informe sobre Inflación* (entre 0,7% y 1,7%, con 1,2% como cifra más probable). Con lo anterior, el nivel del producto aumentó un 0,7% entre trimestres, lo que en términos anualizados correspondió a un 3,0%.

El resultado de crecimiento del PIB para el segundo trimestre, junto con la información disponible al tercer trimestre y los pronósticos que se presentan más adelante y en el capítulo IV, sugieren que la desaceleración de la actividad económica habría tocado fondo en el primer semestre de 2017. A partir del segundo trimestre debería comenzar un proceso gradual de recuperación de la economía, consistente con un ajuste ordenado ante el

Gráfico 11
Producto interno bruto
(desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

3 Al momento de escribir este informe se tenían cifras hasta el segundo trimestre de 2017, publicadas el día 15 de agosto.

La actividad económica habría tocado fondo en el primer semestre de 2017.

choque de términos de intercambio que la viene afectando desde mediados de 2014. Esta perspectiva es compartida por diferentes analistas de mercado.

Cabe señalar que la dinámica de la actividad económica del segundo trimestre ocurrió en un contexto donde confluyeron diferentes factores externos e internos. Como se explicó en el capítulo I de este *Informe*, si bien los términos de intercambio registraron aumentos con respecto al mismo período del año pasado, los precios internacionales del crudo mostraron volatilidad y retrocedieron frente a los niveles logrados hacia finales de marzo, lo que contribuyó en alguna medida a la depreciación de la tasa de cambio. El crecimiento de nuestros principales socios comerciales mejoró, aunque esto no se vio reflejado por completo en el desempeño de la demanda externa.

Con respecto a los factores del entorno local, la Semana Santa se registró en el trimestre mayo-junio, y no en el primero (como sucedió en 2016), lo que de por sí ya significa una base de comparación desfavorable para el crecimiento del segundo trimestre de 2017. Esta estacionalidad irregular ha sido documentada y sus efectos sobre la producción han sido identificados en similares eventos en el pasado⁴. Adicionalmente, este período también se caracterizó por registrar una mejoría de la confianza de los hogares, lo que habría propiciado un desempeño algo mayor del consumo privado. A pesar de que la inflación de precios al consumidor continuó cediendo, algunos factores no permitieron que el consumo de los hogares mostrara una tasa de crecimiento mayor: la transmisión de la reducción de la tasa de intervención hacia las tasas de mercado fue lenta, al tiempo que el aumento del impuesto al valor agregado (IVA) contemplado en la reforma tributaria continuó afectando la capacidad de compra de los ingresos de las familias.

Así las cosas, la demanda interna se aceleró levemente en el margen, y se expandió 1,9% (Cuadro 4). Tanto la inversión como el consumo contribuyeron a este mejor desempeño. Por su parte, las cuentas de comercio exterior continuaron aportando de manera negativa al crecimiento del PIB del segundo trimestre de 2017. Las exportaciones mostraron caídas (aunque de menor magnitud que las observadas en trimestres anteriores), al tiempo que las importaciones mejoraron.

Al analizar en mayor detalle el desempeño de los diferentes renglones que componen el PIB por el lado del gasto, se observa que el dinamismo del consumo agregado fue impulsado principalmente por el público, mientras que para el privado el avance fue marginal. Las tasas de crecimiento anual fueron 4,2% y 1,4%, en su orden, ambas mayores que las registradas a lo largo de los primeros tres meses del año (2,6% y 1,3% para el público y privado). Con respecto al consumo privado, la mayoría de clasificaciones registraron una aceleración, con excepción del caso de consumo de bienes durables, el cual se habría visto afectado por la entrada en vigencia plena del aumento del IVA. Por su parte, la aceleración del consumo público frente a lo observado en los primeros tres meses del año se atribuye, en especial, al incremento

Se observa que el dinamismo del consumo agregado fue impulsado principalmente por el público.

4 Véase Parra, D.; Piraján, J. (2013) “Efectos calendario sobre la actividad económica en Colombia”, *Informe sobre Inflación*, diciembre, Recuadro 1, pp 37-40

Cuadro 4
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

| | 2016 | | | | 2016 Año completo | 2017 | |
|--|------------|------------|------------|------------|----------------------|------------|------------|
| | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | | I trim. | II trim. |
| Consumo total | 3,0 | 2,3 | 0,9 | 1,8 | 2,0 | 1,7 | 2,1 |
| Consumo de hogares | 2,8 | 2,1 | 1,0 | 2,2 | 2,0 | 1,3 | 1,4 |
| Bienes no durables | 3,4 | 2,2 | 1,2 | 1,4 | 2,1 | 1,4 | 2,6 |
| Bienes semidurables | 1,2 | 1,1 | (1,5) | (0,8) | 0,0 | (4,1) | (3,6) |
| Bienes durables | (4,6) | (5,6) | (3,7) | 11,2 | (0,8) | 6,0 | (3,4) |
| Servicios | 3,4 | 3,1 | 1,9 | 2,4 | 2,7 | 1,7 | 2,1 |
| Consumo final del Gobierno | 3,8 | 3,0 | 0,2 | 0,4 | 1,8 | 2,6 | 4,2 |
| Formación bruta de capital | (4,1) | (4,7) | (6,2) | (3,1) | (4,5) | 0,0 | 1,4 |
| Formación bruta de capital fijo | (4,0) | (4,0) | (3,6) | (2,9) | (3,6) | (0,8) | 1,1 |
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca | 6,1 | 7,4 | 4,2 | (0,7) | 4,2 | 3,9 | 3,5 |
| Maquinaria y equipo | (15,2) | (12,3) | (18,8) | (13,8) | (15,1) | (3,7) | 2,8 |
| Equipo de transporte | (20,6) | (7,2) | (14,6) | (4,8) | (11,9) | 8,1 | (1,2) |
| Construcción y edificaciones | 10,7 | 1,2 | 10,6 | 0,7 | 5,6 | (7,5) | (7,9) |
| Obras civiles | (1,0) | 0,8 | 3,8 | 6,1 | 2,4 | 3,8 | 6,9 |
| Servicios | 2,9 | (1,3) | 4,4 | 1,3 | 1,8 | 3,7 | 0,5 |
| Demanda interna | 1,3 | 0,5 | (1,1) | 0,5 | 0,3 | 1,5 | 1,9 |
| Exportaciones totales | 0,9 | 1,8 | (3,5) | (2,8) | (0,9) | (4,7) | (1,7) |
| Importaciones totales | (5,9) | (3,6) | (10,8) | (4,2) | (6,2) | (0,4) | 3,7 |
| PIB | 2,5 | 2,5 | 1,2 | 1,6 | 2,0 | 1,2 | 1,3 |

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de la ejecución de gasto y a los ajustes salariales (retroactivos) de los empleados gubernamentales.

Para la formación bruta de capital la aceleración fue más evidente. Luego de no registrar crecimiento alguno en el trimestre anterior, en el segundo se expandió 1,4%. En este período la demanda por bienes de capital transables, es decir, el agregado de la inversión diferente de aquella destinada a construcción de edificaciones y de obras civiles, dejó de caer y mostró crecimientos positivos, algo que no se observaba desde comienzos de 2015. El resto de la inversión continuó estancada. Esto último fue resultado de un marcado contraste entre el desempeño de la construcción de edificaciones (que cayó 7,9%) y de la de obras civiles (que creció 6,9%). En el primer caso, el mal comportamiento podría estar relacionado con indicios que sugieren tanto una acumulación de oferta disponible, como un debilitamiento de la demanda, especialmente en los segmentos de ingresos altos (véase el capítulo V de este *Informe*). En el caso de obras civiles, su buen desempeño habría obedecido al incremento de diferentes proyectos de exploración y explotación del sector minero, así como al aumento del gasto de los gobiernos regionales y locales en diferentes proyectos de infraestructura y al mayor dinamismo en la ejecución de recursos para las proyectos contemplados en el marco de las vías de cuarta generación (4G) y de vías terciarias.

Con respecto a la demanda externa neta, las exportaciones retrocedieron, aunque en menor grado que lo observado a lo largo de los primeros tres meses del año. Dicho desempeño fue resultado, en particular, de los malos registros de producción y ventas al exterior de petróleo crudo y de carbón. Las importaciones, por su parte, aumentaron a un ritmo mayor que el de los demás renglones principales del PIB. Su dinamismo se concentró en la compra de bienes de capital y, en menor medida, de bienes intermedios.

Por el lado de la oferta, las ramas de actividad que presentaron los comportamientos más destacados durante el segundo trimestre de 2017 fueron, en su orden, la agricultura (4,4%) y los servicios financieros (3,9%) (Cuadro 5). Por el contrario, se observaron importantes contracciones en la actividad minera (-6,0%) y en la industria (-3,3%). El comercio, el transporte y la construcción mostraron leves expansiones.

El buen desempeño de la agricultura se explica por el gran dinamismo de los otros productos agrícolas, que contrarrestó la caída de la producción cafetera (-14,3%). En el caso de los otros productos agrícolas, tanto los cultivos transitorios (23,8%) como los permanentes (10,8%) presentaron un comportamiento sobresaliente. Es importante señalar que parte de esta recuperación corresponde a un efecto de baja base de comparación frente a un año atrás, cuando esta parte de la producción agrícola se contrajo por el impacto del fenómeno de El Niño. Además, la actividad pecuaria mostró una expansión de 3,5%, que se explica principalmente por el crecimiento de la producción de leche sin elaborar en 5,8% y huevos con cáscara frescos en 4,1%, que compensaron las caídas de la producción de ganado bovino (-6,1%) y porcino (-1,7%). Por otra parte, de acuerdo con la Federación Nacional

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

| | 2016 | | | | 2016 Año completo | 2017 | |
|---|------------|------------|------------|------------|----------------------|------------|------------|
| | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | | I trim. | II trim. |
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca | (0,2) | 0,8 | (0,5) | 1,9 | 0,5 | 7,8 | 4,4 |
| Explotación de minas y canteras | (4,6) | (6,9) | (6,4) | (8,3) | (6,5) | (9,3) | (6,0) |
| Industria manufacturera | 4,2 | 5,5 | 1,3 | 1,0 | 3,0 | 0,3 | (3,3) |
| Electricidad, gas y agua | 2,8 | (0,6) | (1,4) | (0,6) | 0,1 | (0,5) | 1,2 |
| Construcción | 5,2 | 1,1 | 6,7 | 3,4 | 4,1 | (1,4) | 0,3 |
| Edificaciones | 11,1 | 2,2 | 10,9 | 0,7 | 6,0 | (7,1) | (7,4) |
| Obras civiles | (0,5) | 0,9 | 4,0 | 5,1 | 2,4 | 3,5 | 6,5 |
| Comercio, reparación, restaurantes y hoteles | 2,8 | 1,9 | 0,7 | 1,7 | 1,8 | (0,5) | 0,9 |
| Transporte, almacenamiento y comunicación | 0,9 | 0,2 | (1,4) | (0,3) | (0,1) | (0,3) | 0,7 |
| Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas | 4,3 | 5,3 | 4,7 | 5,4 | 5,0 | 4,3 | 3,9 |
| Servicios sociales, comunales y personales | 3,5 | 3,6 | 1,0 | 0,9 | 2,2 | 2,9 | 3,0 |
| Subtotal valor agregado | 2,6 | 2,3 | 1,3 | 1,5 | 1,9 | 1,1 | 1,1 |
| Impuestos menos subsidios | 1,3 | 4,0 | 0,4 | 2,9 | 2,2 | 2,7 | 3,3 |
| PIB | 2,5 | 2,5 | 1,2 | 1,6 | 2,0 | 1,2 | 1,3 |

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de Cafeteros, la producción del grano se situó en promedio en 928.000 sacos durante el segundo trimestre del año, lo que representó una contracción de 17,3%.

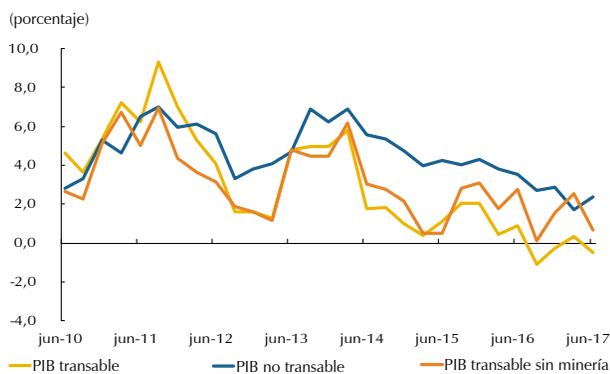
Dentro del grupo de servicios financieros se observó un buen desempeño en las subramas de servicios de intermediación financiera, los servicios a las empresas y las actividades inmobiliarias y de alquiler de vivienda, las cuales crecieron 6,1%, 3,2% y 2,7%, respectivamente. Dada la alta participación del sector dentro del PIB (20,7%), dicha actividad contribuyó de manera significativa a sostener el crecimiento de la economía colombiana.

En contraste, el sector de explotación de minas y canteras mostró una significativa contracción que obedeció a las caídas reportadas para las subramas de petróleo crudo y gas (-5,4%), carbón (-7,1%) y minerales metálicos (-16,3%). Es importante señalar que la minería ha sufrido un ajuste importante como respuesta a la fuerte caída de los precios internacionales de estos productos tres años atrás. Además, en el caso del carbón, dicha subrama enfrenta una baja demanda mundial.

La industria manufacturera también presentó un deterioro en el segundo trimestre, al contraerse 3,3% en términos anuales. Es importante señalar la elevada heterogeneidad que se observa dentro de este grupo; por ejemplo, mientras que fabricación de productos metalúrgicos básicos (-11,9%), de tejidos y prendas de vestir (-11,1%) y de otros productos minerales no metálicos (-6,2%) muestran significativas caídas, otras actividades, como fabricación de productos de la refinación de petróleo y combustible nuclear (4,2%) y de papel y cartón (5,2%), crecen a tasas anuales por encima de la economía en su conjunto.

Por último, dentro de la rama de construcción el dinamismo de las obras civiles (6,5%) fue contrarrestado por el deterioro de las construcciones en edificaciones (-7,4%). En cuanto a las primeras, es importante señalar la recuperación de la inversión en infraestructura para la minería y para otras obras de ingeniería, que se expandieron 15,5% y 39,2%, respectivamente. En el caso de edificaciones, la caída se explica tanto por el retroceso en edificaciones residenciales (-9,1%) como en las no residenciales (-8,3%).

Gráfico 12
PIB de los sectores transables, transables sin minería y no transables (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En ese entorno, el PIB transable mostró una caída de 0,5%, que ratifica el debilitamiento sufrido por este aparato productivo, cuando creció 0,3% un trimestre atrás. No obstante, al excluir la minería, el PIB del resto de sectores transables mostró una expansión, cercana a 0,7% que de igual forma reflejó un retroceso frente a lo observado en los primeros tres meses del año, cuando el valor agregado de dichos productos había crecido 2,6% anual. Por otra parte, el PIB no transable mostró una leve recuperación, al expandirse 2,4% para el mismo período, una cifra mayor a lo observado un trimestre atrás (1,7%). Es importante mencionar que tanto el PIB transable como el no transable muestran expansiones por debajo de sus promedios desde el año 2000 (Gráfico 12).

La economía se habría acelerado en el tercer trimestre; el equipo técnico estima una expansión anual alrededor del 2,3%.

B. EL PIB DEL TERCER TRIMESTRE DE 2017

La información disponible de la actividad real en Colombia sugiere que la economía habría registrado una aceleración en su ritmo de crecimiento anual en el tercer trimestre, con una expansión anual alrededor del 2,3%⁵. Como se esperaba, este mejor desempeño sería el resultado, en parte, de una baja base de comparación en igual período del año pasado, cuando se reportaron diferentes choques de oferta en el sector transportador que castigaron la dinámica de diferentes componentes del PIB. No obstante, al descontar dicho efecto también se observa una aceleración. Estudios anteriores, por ejemplo Parra *et al* (2016)⁶ sugieren que el efecto de los choques de oferta de 2016 sobre el crecimiento se podría cuantificar alrededor de 30 puntos básicos (pb) de la tasa de crecimiento del producto. De ser así, el mayor ritmo de crecimiento proyectado por el equipo técnico supone una mejoría de los componentes del PIB más allá del efecto estadístico de baja base de comparación, y que la desaceleración de la actividad económica, producto del ajuste macroeconómico resultado del choque de términos de intercambio que inició a mediados de 2014, habría tocado fondo en la primera mitad del año.

El aporte al crecimiento de las variables del contexto externo sería positivo en el tercer trimestre. Por un lado, la demanda externa continuó recuperándose, como lo revelan las cifras de actividad de las economías avanzadas y de nuestros principales socios comerciales de la región. Por otro, los precios internacionales del crudo y de otros bienes básicos exportados por Colombia aumentaron entre julio y septiembre, lo que habría significado un incremento adicional de los términos de intercambio. Además de lo anterior, las cantidades exportadas habrían respondido a un choque de oferta positivo en la producción de algunas materias primas. Todo esto habría dinamizado las ventas al exterior de bienes producidos localmente.

Por el lado de los fundamentales del contexto interno, se destacó el descenso de la inflación, lo cual habría significado un alivio a la dinámica de la capacidad de compra del ingreso disponible de los hogares. A lo anterior se suma un leve repunte de los niveles de confianza de los consumidores. También, registraron algunos avances en la transmisión de las acciones recientes de política monetaria hacia las tasas de mercado. Todo lo anterior habría permitido una recuperación del ritmo de expansión de la demanda interna en el tercer trimestre de 2017.

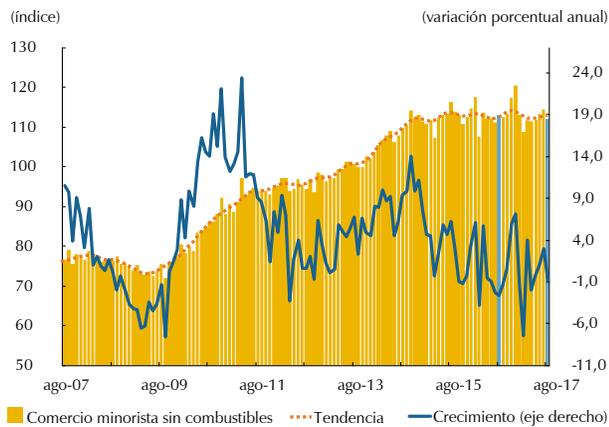
Así las cosas, las proyecciones de crecimiento del PIB entre julio y septiembre de este año prevén una aceleración de la absorción, impulsada por la inversión y, en menor medida, por el consumo. A su vez, el buen desempeño de la inversión habría sido determinado por el crecimiento del gasto en obras civiles. Ello sería coherente con los incrementos reportados por parte de diferentes empresas del sector petrolero en actividades de exploración y explotación, así como con el mayor ritmo

Las proyecciones de crecimiento del PIB prevén una aceleración de la absorción, impulsada por la inversión y, en menor medida, por el consumo.

5 Este pronóstico resultó inferior al oficialmente publicado por el DANE el día 15 de noviembre.

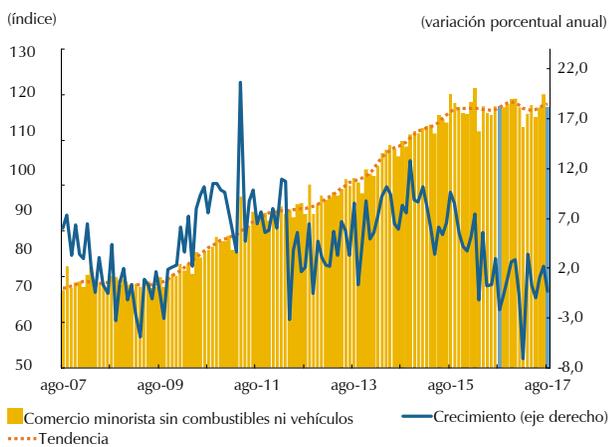
6 Véase Parra, D.; Escobar, M. y Rojas, C. (2016) “Choques de oferta y su impacto en la actividad económica”, Informe sobre Inflación, diciembre, Recuadro 1, pp 43-45

Gráfico 13
Encuesta mensual del comercio al por menor
 (total comercio minorista sin combustibles,
 desestacionalizado)



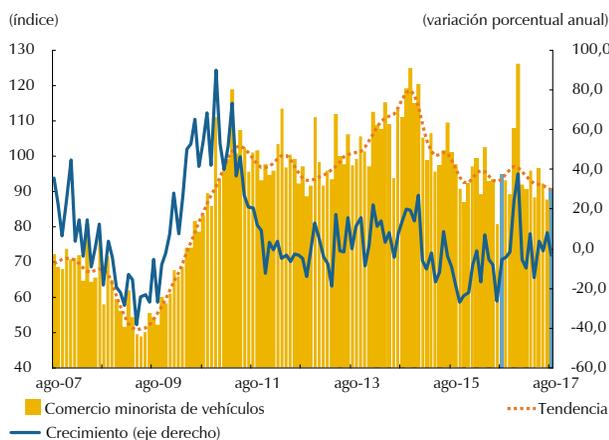
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 14
Encuesta mensual del comercio al por menor
 (total comercio minorista sin combustibles ni vehículos
 automotores, desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15
Encuesta mensual del comercio al por menor
 (comercio minorista de vehículos automotores,
 desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de ejecución de recursos en proyectos de infraestructura regionales y de vías en el marco de las 4G. Así mismo, se pronostica que la inversión en maquinaria y equipo y en equipo de transporte habría continuado registrando tasas de crecimiento positivas.

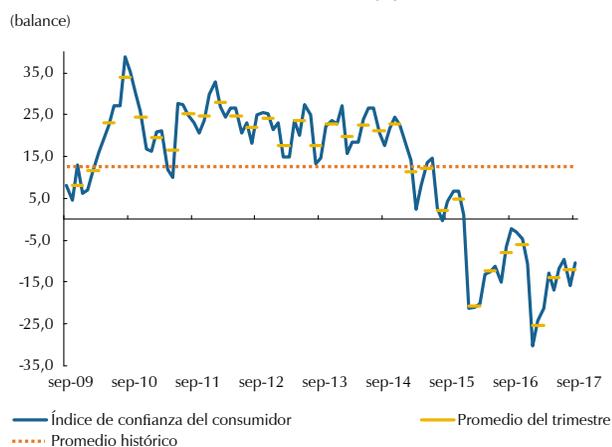
Con respecto al consumo, el componente privado habría registrado un crecimiento similar al de trimestres anteriores, mientras que el público se habría acelerado un poco en el margen, siendo esto último resultado, en parte, de un mayor nivel de ejecución de gasto por parte de los gobiernos regionales en este año, así como de una baja base de comparación en el mismo período de 2016. Para los rubros de comercio exterior se proyectan incrementos, aunque mayores para el caso de las importaciones que de las exportaciones, razón por la cual se espera que la demanda externa haya contribuido negativamente a la expansión de la actividad económica.

En efecto, los indicadores coyunturales respaldan un pronóstico como el descrito anteriormente. En principio, con información a agosto, la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) reportó una caída para el índice de ventas minoristas (sin combustibles) de 0,8% anual (Gráfico 13). El agregado del bimestre julio-agosto registró una expansión de 1,1% frente al mismo período del año pasado, lo que representó una aceleración de las ventas minoristas, cuando se compara con el -0,5% observado para el segundo trimestre. Al descontar las ventas de vehículos, las ventas restantes cayeron 0,3% con respecto al mismo mes de 2016. En este caso, el bimestre registró un crecimiento de 1,0% anual, lo que también sugiere alguna aceleración frente al registro del segundo trimestre (Gráfico 14).

Para el caso de las ventas de bienes durables, la misma fuente reportó una caída del índice de ventas de vehículos de 3,5% anual en agosto (Gráfico 15). El agregado del bimestre creció 1,9% frente al mismo período del año pasado, lo cual sería un mejor desempeño cuando se compara con lo observado para el segundo trimestre (-4,0% anual). Por su parte, las cifras a septiembre del *Informe del Sector Automotor*, publicadas por la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) y la Asociación Nacional de Empresarios (ANDI), también sugirieron un deterioro adicional de este renglón del consumo durable. En dicho mes el número de matrículas registradas cayó

9,7% frente al mismo mes del año pasado, con lo que el retroceso para el agregado del tercer trimestre fue de -4,1% anual. Durante el segundo trimestre la variación anual fue de -5,9%. Las caídas ocurrieron tanto en el componente particular (consumo durable) como en el de vehículos comerciales (inversión en equipo de transporte).

Gráfico 16
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



Fuente: Fedesarrollo.

Otros indicadores auxiliares también permiten prever un desempeño del consumo de los hogares similar al de trimestres anteriores. Por ejemplo, el índice de confianza del consumidor (ICC) de septiembre mejoró un poco con respecto a los niveles de agosto, pero continúa por debajo del promedio calculado desde noviembre de 2001 (Gráfico 16). Con este dato, el promedio del agregado de esta serie para el tercer trimestre de 2017 fue apenas algo mayor que el del segundo. En contraste, la serie desestacionalizada del balance de ventas de agosto de la *Encuesta Mensual de Expectativas Económicas* (EMEE) del Banco de la República no sugiere un comportamiento del consumo privado dinámico en dicho mes. Hacia una dirección similar apuntan los indicadores de mercado laboral (véase a continuación el sombreado de mercado laboral).

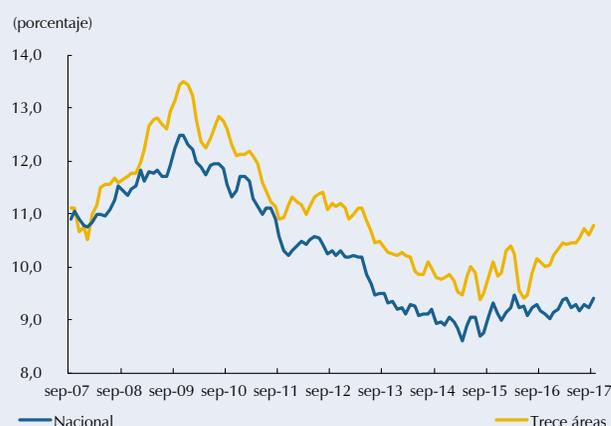
COMPORTAMIENTO DEL MERCADO LABORAL DURANTE EL TERCER TRIMESTRE DE 2017

Durante el tercer trimestre de 2017 la tasa de desempleo (TD) nacional se mantuvo relativamente estable, pero se acentuó su deterioro en las trece áreas metropolitanas más importantes. Con series desestacionalizadas, la TD se ubicó en promedio en 9,3% para el total nacional entre julio y septiembre, mientras que para las trece áreas se ubicó en 10,7%. La TD promedio en estos dominios fue de 9,2% y 10,0%, respectivamente, para el mismo trimestre del año anterior (Gráfico A). El aumento de la TD de las trece áreas obedece a una caída más pronunciada de la tasa de ocupación (TO) que de la tasa global de participación (TGP) durante el último año (Gráfico B).

En el trimestre móvil terminado en septiembre, la TD aumentó en todos los dominios geográficos, salvo en el área rural. En las trece áreas dicha tasa presentó un deterioro significativo (Gráfico C).

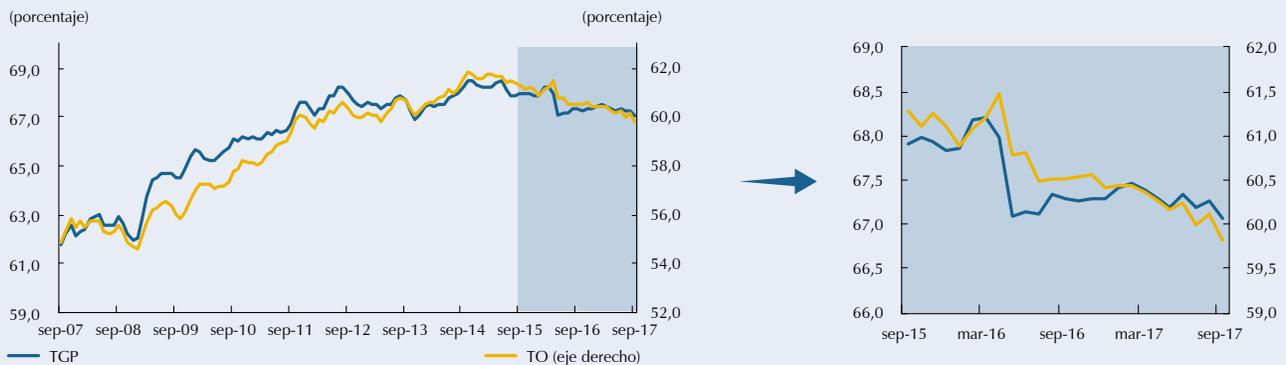
En materia de empleo, las cifras desestacionalizadas de los últimos meses señalan una disminución en el número de

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



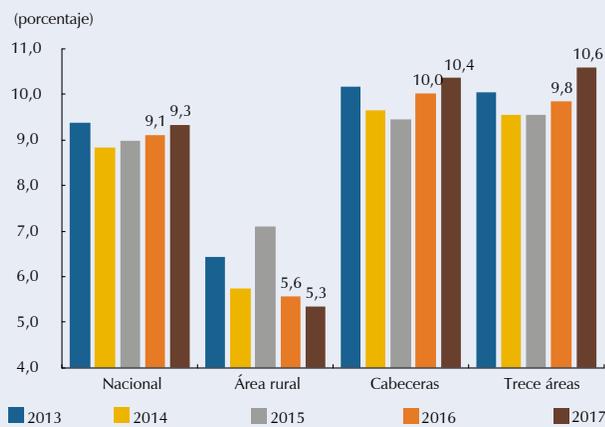
Fuente: DANE (GEIH).

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



Fuente: DANE (GEIH).

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



Fuente: DANE (GEIH).

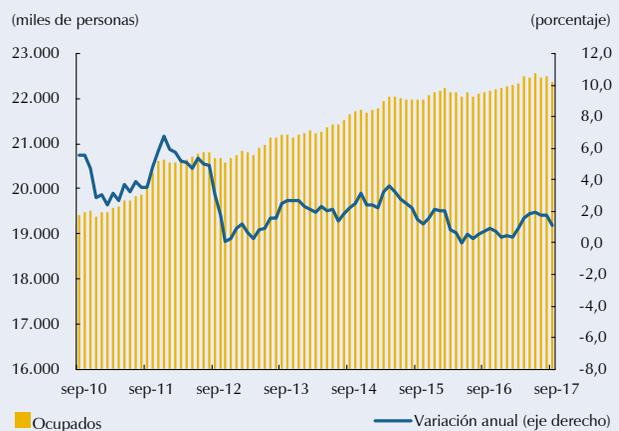
ocupados en el ámbito nacional. En las trece áreas persiste el casi nulo crecimiento del empleo, que ya completa más de un año. Aun así, en términos anuales para el trimestre móvil terminado en septiembre los ocupados crecieron a una tasa del 1,1% en el total nacional y lo hicieron solo al 0,2% en las trece áreas (Gráfico D, paneles A y B).

Los indicadores de calidad del empleo también se deterioraron durante el último trimestre en las trece áreas. El número de trabajadores asalariados y formales¹ cayó marginalmente

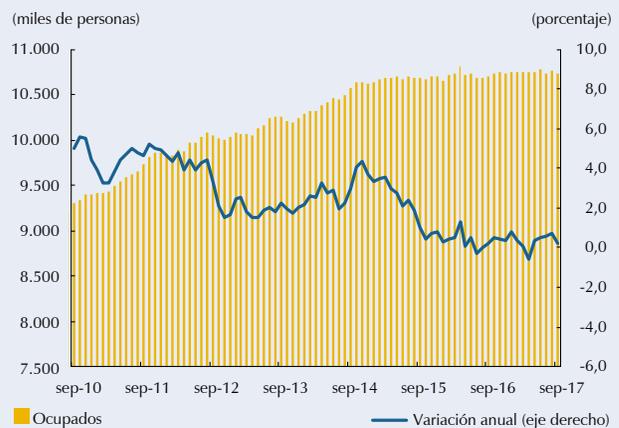
1 Según la definición del DANE, fundamentada en resoluciones de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) de las Naciones Unidas, son informales los empleadores y trabajadores en empresas de hasta cinco trabajadores, los trabajadores familiares sin remuneración, los trabajadores sin remuneración en empresas o negocios de otros hogares, los empleados domésticos, los jornaleros o peones, y los trabajadores por cuenta propia que laboran en establecimientos hasta cinco personas, excepto los independientes profesionales (DANE, 2009).

Gráfico D
Número de ocupados
(desestacionalizados y variación anual)

1. Total nacional



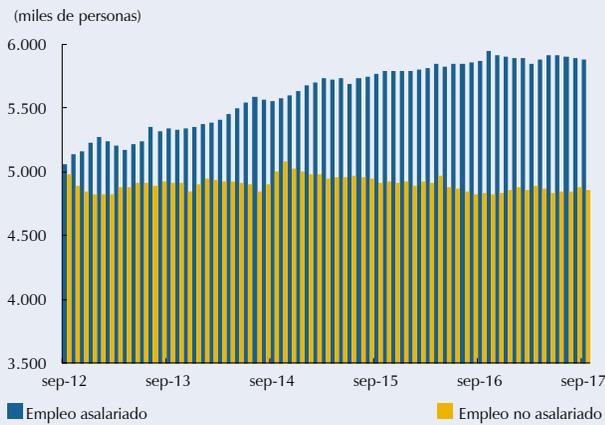
2. Trece principales áreas metropolitanas



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

en este período, en el cual también se registraron crecimientos anuales del empleo no asalariado e informal. En promedio, durante el trimestre móvil terminado en septiembre, la tasa de crecimiento anual del empleo asalariado fue de 0,6%, en tanto que la del empleo no asalariado fue de 0,4% (Gráfico E). Para el bimestre julio-agosto el empleo formal e informal registró incrementos anuales promedio de 0,9% y 0,4%, respectivamente (Gráfico F).

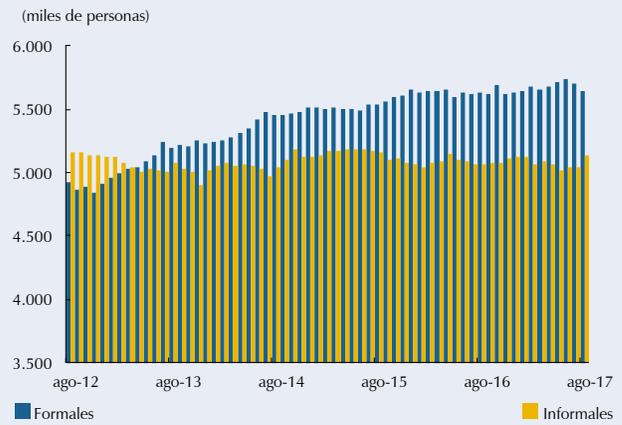
Gráfico E
Empleo por tipo de ocupación
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

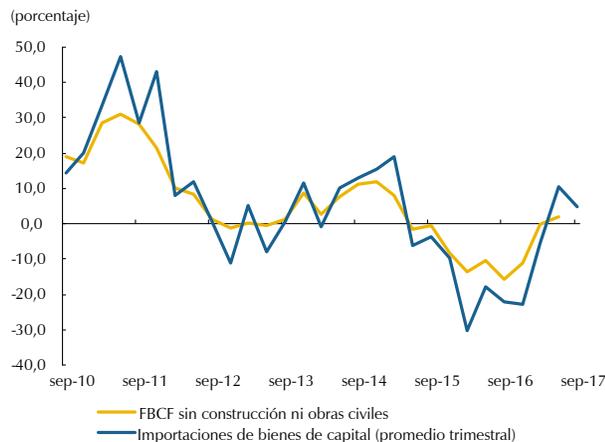
El estancamiento del empleo y el incremento de la TD que se han empezado a observar para el total nacional y que ya completan más de un año en las trece áreas, son hechos coherentes con la desaceleración observada de la actividad económica. No obstante, la recuperación de la actividad económica durante los próximos trimestres debería contribuir a una mejor dinámica del mercado laboral.

Gráfico F
Empleo por formalidad
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 17
Importaciones de bienes de capital (reales) y FBCF sin construcción de edificaciones ni obras civiles
(variación anual)



Nota: cifras llevadas a términos reales. El dato de septiembre corresponde a una proyección utilizando las cifras preliminares de la DIAN.
Fuentes: DANE (cuentas nacionales y comercio exterior) y DIAN; cálculos del Banco de la República.

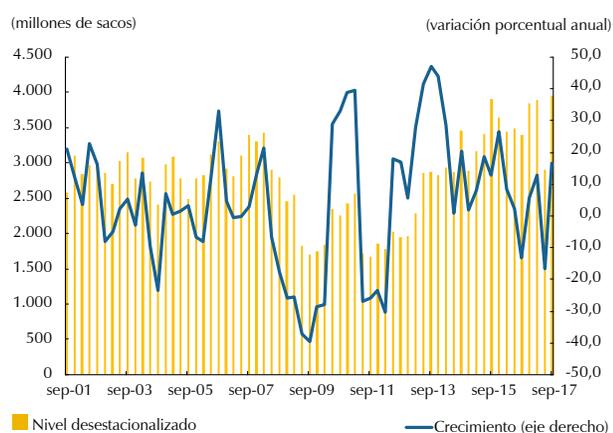
Con respecto a la formación bruta de capital, las cifras de importaciones de bienes de capital del DANE a agosto, y los datos preliminares de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) a septiembre, permiten prever nuevos crecimientos de las inversiones en maquinaria y equipo y en equipo de transporte durante el tercer trimestre cuando se llevan a pesos constantes (Gráfico 17). A pesar de lo anterior, con cifras a agosto la serie desestacionalizada del balance de expectativas de inversión de la EMEE mostró un retroceso.

Por el lado de la inversión en construcción de edificaciones, de nuevo se espera una tasa de crecimiento anual negativa. Esto sería resultado parcial del mal momento reportado para la actividad constructora en el renglón no residencial, como ya se mencionó. Además, a lo largo de 2016 se observaron niveles históricamente altos para este tipo de gasto, por lo que también se tiene una alta base de comparación en igual trimestre de 2016.

Por último, la información publicada por el DANE de las cuentas de comercio exterior en dólares a agosto, junto con los boletines de la DIAN a septiembre, permiten proyectar un incremento tanto de las exportaciones en términos reales como de las importaciones, mayores en el segundo caso que en el primero. Este desempeño sería consistente con la recuperación reportada para las ventas externas de productos mineros, café y de bienes no tradicionales, que habría sido más que contrarrestada por el impulso que dieron las compras de bienes de capital y de bienes intermedios al incremento de las importaciones reales. Así las cosas, durante el tercer trimestre la demanda externa habría contribuido de manera negativa a la expansión del PIB.

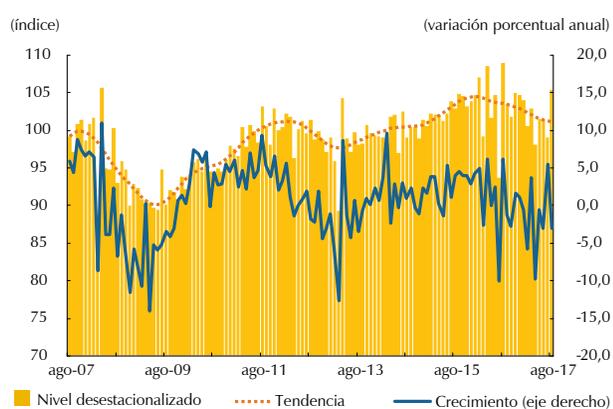
Por ramas de actividad, aunque los indicadores disponibles sugieren un desempeño dispar de la actividad económica para el tercer trimestre de 2017, las cifras apuntan a una expansión del PIB mayor que la registrada en la primera mitad del año.

Gráfico 18
Producción de café
(trimestral y crecimiento anual)



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

Gráfico 19
Producción industrial real sin refinación de petróleo
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



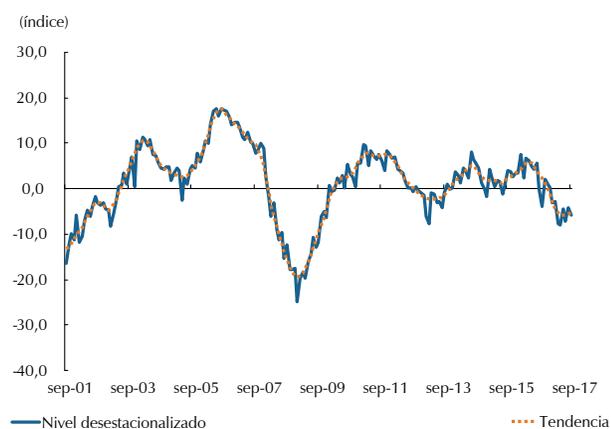
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La Federación Nacional de Cafeteros reportó un importante crecimiento de la producción del grano durante el tercer trimestre de 2017, al mostrar una expansión de 17,4%. En lo corrido del año, con información a septiembre, la producción se situó en 10.267.000 sacos, lo que representa un crecimiento de 4,1% frente al mismo período del año anterior (Gráfico 18). Por su parte, el sacrificio de ganado mantiene su deterioro: el bimestre julio-agosto cayó 3,5%, luego de haberse contraído 10,4% durante el segundo trimestre. Se estima que el comportamiento de otros productos agrícolas ayude a contrarrestar el debilitamiento de este último subsector, ya que es una actividad que viene creciendo a tasas cercanas superiores al 10%.

Con respecto a la industria, según la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) del DANE, el total sectorial cayó 3,1% en agosto, y si se excluye la refinación de petróleo, la caída de las manufacturas restantes fue 3,3%. En lo corrido del año la industria total se ha contraído 0,7% y sin refinación de petróleo lo ha hecho 2,0%. El componente tendencial de ambas series muestra debilitamientos del sector (Gráfico 19).

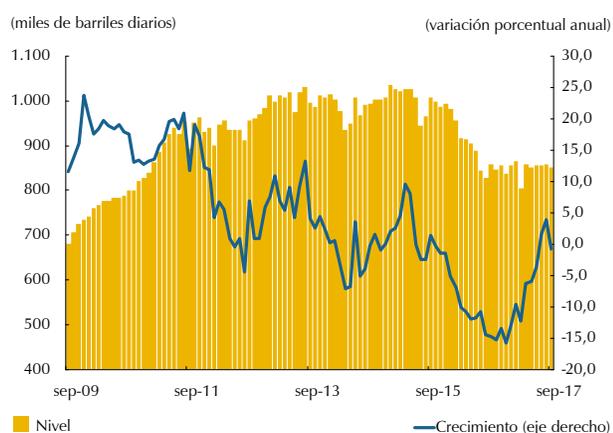
Adicionalmente, aunque la encuesta de *Opinión empresarial* de Fedesarrollo para el sector industrial, con información a septiembre, mostró mejoras tanto en el indicador de pedidos como en el de existencias frente a los promedios del segundo trimestre, los resultados todavía señalan un debilitamiento sectorial. Algo similar ocurrió con las expectativas de producción a tres meses. Con todo ello, la confianza industrial durante

Gráfico 20
Índice de confianza de la industria (Fedesarrollo)



Fuente: Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 21
Producción de petróleo
(mensual y crecimiento anual)



Fuente: ANH; cálculos del Banco de la República.

el tercer trimestre continuó presentando un deterioro (Gráfico 20). De acuerdo con la *Encuesta de opinión empresarial* de la ANDI, los industriales reportan como principales problemas: una menor demanda, el tipo de cambio y los costos de materias primas.

En lo que respecta a la minería, para el tercer trimestre se espera alguna leve recuperación del sector, luego de ocho trimestres consecutivos en los cuales se han observado contracciones anuales. Con cifras a septiembre, la producción de crudo se situó en 855,7 miles de barriles diarios (mbd), lo que implicó una expansión anual de 1,5% (Gráfico 21). En el caso del carbón, las exportaciones en volúmenes crecen anualmente en el bimestre julio-agosto al 4,3% y en el año corrido al 12,2%. En dólares, dichas expansiones se sitúan en 24,7% y 45,5%, respectivamente.

En lo referente a la construcción, los indicadores muestran un marcado deterioro. Para agosto la producción y los despachos de cemento cayeron 8,5% y 5,2%, respectivamente. Por otro lado, las licencias de construcción se contrajeron 0,7% durante el bimestre julio-agosto, con lo que el año corrido muestra una caída de 6,1%. Algo similar ocurre con las estadísticas de concreto.

El equipo técnico considera que la proyección central de crecimiento del PIB que se explicó anteriormente (de 2,3% anual) iría acompañada de un intervalo de entre 1,8% y 2,8%. La amplitud del rango de pronóstico es consistente con la incertidumbre relacionada con el desempeño del consumo del Gobierno y de las obras civiles, y con los diferentes escenarios de la balanza de pagos.

Recuadro 1 EVOLUCIÓN Y HETEROGENEIDAD DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA EN COLOMBIA

Daniel Parra
Johan Forero*

La producción de la industria manufacturera se deterioró en el último año y esto puede ser atribuido a dos factores: el debilitamiento de la demanda externa e interna, y el encarecimiento de los insumos de producción importados, como consecuencia de la devaluación observada desde mediados de 2014. Aunque la industria total registró un crecimiento de 3,0% para 2016, esto ocultó la importante desaceleración que sufría el agregado, excluyendo refinación de petróleo (0,5%). El deterioro fue más evidente en el primer semestre de 2017, cuando registró una contracción cercana al 1,5% para el total y de 2,9% para el resto (Gráfico R1.1). Es importante señalar que en el mundo también la industria manufacturera mostró un debilitamiento sectorial frente al producto interno bruto (PIB) en diversas economías¹.

Al revisar la evolución de la industria manufacturera y su comportamiento en la última década se identificaron otros dos episodios de estancamiento de las manufacturas: en 2008 y entre 2012 y 2013. En general, se puede afirmar que estos períodos se han caracterizado por un deterioro de la demanda interna y externa y algunos choques de oferta transitorios en ciertas industrias².

Durante 2014 y 2015 la industria se vio afectada por el cierre de la Refinería de Cartagena (Reficar) para su modernización. Examinando cifras de la *Encuesta mensual manufacturera* (EMM) este choque se revirtió en 2016, cuando el ítem de refinación de petróleo se expandió alrededor de 23% y con ello la industria total creció 3,0%. Sin embargo, esto ocultaba la desaceleración que sufría el resto de la industria, la cual mostraba un escaso crecimiento de 0,6% para dicho año. Excluyendo el impulso de la reapertura de Reficar, durante el primer semestre de 2017 la industria manufacturera total mostró una importante contracción cercana al 1,5%. Al ex-

cluir refinación de petróleo, el deterioro es mayor, con una caída de la producción de 2,9%. Adicionalmente, también se ha observado una elevada heterogeneidad dentro de la industria, lo que hace más complejo el análisis sobre las tendencias sectoriales. El Gráfico R1.2 corresponde a la agregación de los 33 sectores de la industria en lo corrido del año a agosto en varios grupos afines. Como se puede observar, la dispersión entre ellos es elevada.

A continuación se muestran algunas aproximaciones empíricas para tratar de analizar el comportamiento de los diferentes subsectores industriales. Con base en la *Muestra mensual manufacturera* (MMM), se realizó un ejercicio con el cual se estima la dinámica de cada rama en el margen mediante la descomposición de las series de tiempo³. A partir de este ejercicio, se estima el componente tendencial de cada una de las 33 ramas de la industria y luego se plantean los siguientes criterios: 1) se asigna color rojo a aquel sector industrial donde la tendencia de la producción cae mensualmente por dos meses consecutivos; 2) verde, cuando la tendencia aumenta mensualmente por dos meses consecutivos, y 3) amarillo, en otro caso (Gráfico R1.3). Los resultados muestran que gran parte de la industria manufacturera estaría contrayéndose en el margen (rojo): las industrias relacionadas con equipos de transporte llevan más de cuatro años de contracciones, mientras que otras, como confecciones, curtido y sustancias químicas, vienen mostrando la misma tendencia en el último año.

Con base en el ejercicio anterior se construye un índice de difusión ponderado. En este se suman las áreas rojas con las amarillas del anterior gráfico, teniendo en cuenta el peso de cada industria; en otras palabras, se elabora una suma ponderada que sugiere una aproximación al porcentaje de la industria que crece o decrece dentro del total. Como resultado, se aprecia que alrededor del 60% de la industria se estaría contrayendo si tenemos en cuenta únicamente su componente tendencial (Gráfico R1.4). Aunque persiste el debilitamiento sectorial, el deterioro más agudo se observó hacia finales de 2016, cuando el 70% de la industria mostraba una caída. Este comportamiento es similar al apreciado en el estancamiento de 2012, pero no reviste la gravedad de la desaceleración presentada en 2008 cuando alrededor del 80% mostraba un deterioro.

Por otra parte, también comparamos el crecimiento promedio y la volatilidad para diversos grupos de la industria manu-

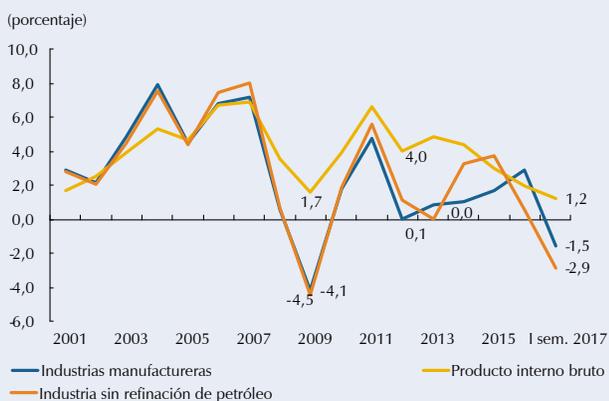
* Los autores son, en su orden, profesional líder y estudiante en práctica del Departamento de Programación e Inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos. Se agradecen los comentarios de Adolfo Cobo. Las opiniones expresadas son exclusivas de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 O. Ávila, "Actividad industrial y comercio internacional global", Recuadro 1 del *Informe sobre Inflación* de junio de 2012.

2 D. Parra, y J. Torres, "Comportamiento reciente de la producción industrial colombiana", Recuadro 2 del *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2012.

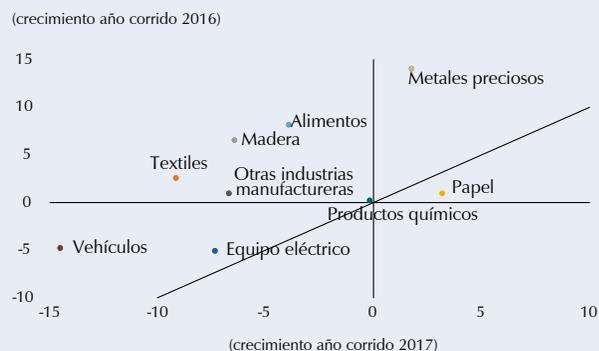
3 Con la metodología X-12 Arima.

Gráfico R1.1
Crecimiento anual de la industria manufacturera con y sin refinación



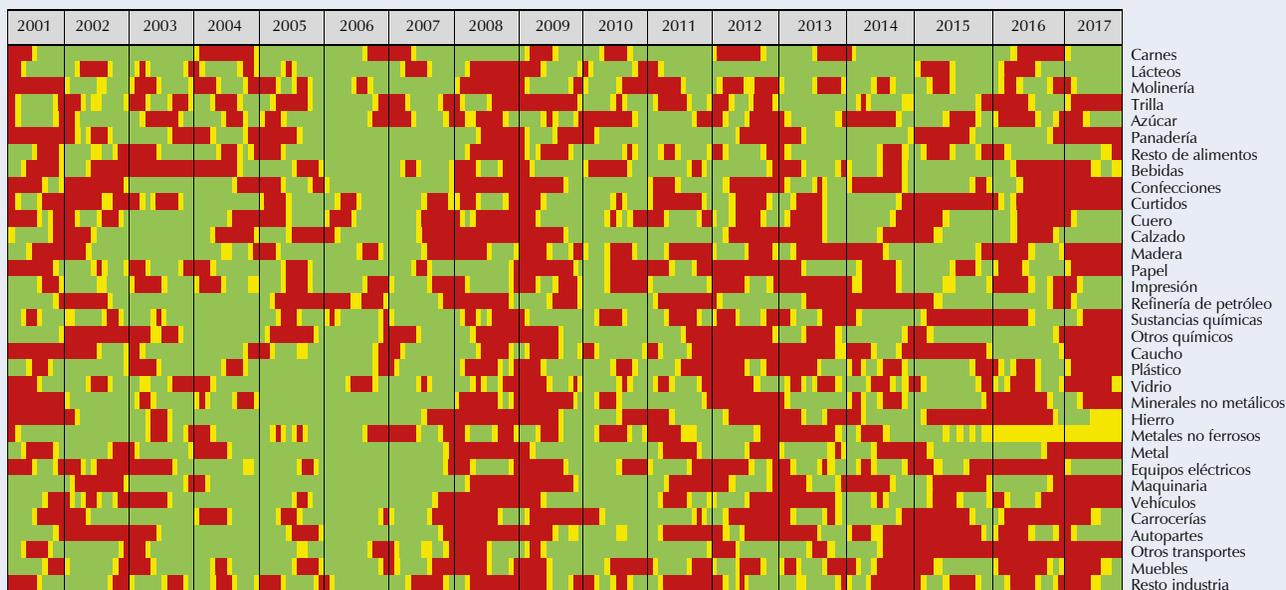
Fuente: DANE; cálculos de los autores.

Gráfico R1.2
Crecimiento anual de la industria manufacturera (grandes grupos de actividad)



Fuente: DANE; cálculos de los autores.

Gráfico R1.3
Evolución del comportamiento tendencial de la industria



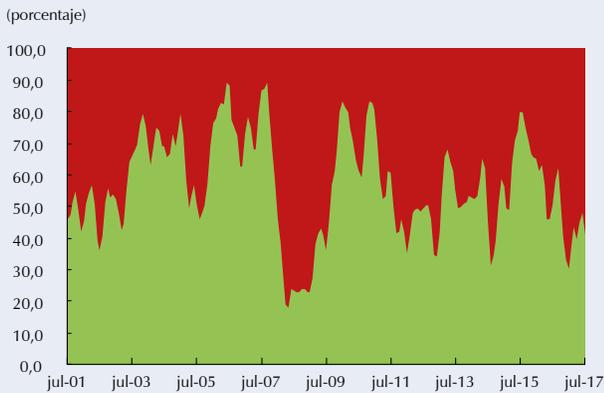
Fuente: DANE; cálculos de los autores.

facturera (Cuadro R1.1). Se encuentra una volatilidad menor para la mayoría de sectores en los últimos cuatro años, en comparación con los dos períodos restantes. Sin embargo, la tasa de expansión promedio ha caído en la mayoría de sectores, a excepción de las ramas de papel e imprenta, y los metales preciosos, aun cuando son estos los sectores que presentan una mayor variabilidad en su comportamiento.

En Abril *et al.* (2015)⁴ también se caracteriza la heterogeneidad sectorial mediante el comportamiento cíclico de cada una de las actividades que componen la manufactura en Colombia. Los autores muestran que el ciclo económico de gran parte de las ramas de la industria manufacturera se encuentra más vinculado a la demanda externa que de la interna, aunque ambos son factores relevantes en la explicación del ciclo industrial sectorial. En particular, las fases de auge tienen una duración promedio de 36,4 meses, mientras que de las de recesión de 17,4 meses. Por sectores se encuentra que las industrias de minerales no metálicos, maquinaria eléctrica y sustancias químicas presentan una duración mayor en sus ciclos económicos completos, aproximadamente de 90, 86,5 y 74,2 meses, respectivamente. Por el contrario, las manufacturas asociadas con la producción de derivados de petróleo, confecciones y otros productos químicos muestran ciclos completos de menor magnitud, alrededor de 42,2, 48,5 y 48,8 en cada caso.

4 D. Abril, L. Melo y D. Parra, "Heterogeneidad de los índices de producción sectoriales de la industria colombiana", Borradores de Economía, núm. 888, Banco de la República de Colombia, 2015.

Gráfico R1.4
Índice de difusión de la industria ponderado por el peso de cada sector



Fuente: DANE; cálculos de los autores.

Al revisar las cifras de comercio exterior, se encontraron caídas en las exportaciones industriales tanto en dólares como en volúmenes durante 2016, estas contracciones fueron de 8,7% y 7,4%, respectivamente. Sin embargo, en lo corrido del año y con cifras hasta agosto el comportamiento ha sido

contrario, mostrando expansiones del 5,5% en dólares y 13,5% en volúmenes. Aunque se observó un deterioro en la mayoría de subramas durante buena parte de 2016, en los últimos meses las cifras reflejan un mejor desempeño y el porcentaje de ramas en contracción ha disminuido de manera importante.

Por otro lado, utilizando cifras consolidadas de la *Encuesta anual manufacturera* (EAM) de 2015, de cifras de comercio exterior reportadas por el DANE y de la EMM, por ramas de actividad se estimó la participación de las ventas al exterior dentro de la producción y de las importaciones dentro de la oferta total disponible, entendida esta como la producción total nacional sin exportaciones y con importaciones. A partir de los resultados presentados en el Cuadro R1.2, se observa que los sectores más expuestos a la competencia internacional son aquellos relacionados con las actividades manufactureras de vehículos, sustancias químicas y producción de metales. Al realizar un ejercicio de correlaciones, se encontró que dichas actividades tienen una elevada relación entre el comportamiento de su producción y las cifras del comercio exterior. Para el resto de la industria es complicado extrapolar dicha conclusión, debido a la alta heterogeneidad en los resultados observados por subramas de actividad.

Cuadro R1.1
Media y volatilidad en el crecimiento de las ramas industriales (porcentaje)

| Sector industrial | 2002 a 2007 | | 2009 a 2012 | | 2013 a 2017 | |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Media | Volatilidad | Media | Volatilidad | Media | Volatilidad |
| Alimentos | 1,67 | 6,32 | 3,46 | 5,90 | 3,20 | 5,36 |
| Textiles | 3,80 | 9,10 | 1,90 | 11,92 | (1,34) | 7,49 |
| Madera | 10,20 | 8,17 | (0,15) | 9,64 | (1,92) | 8,87 |
| Papel e imprenta | 3,57 | 5,11 | (2,21) | 5,98 | (0,33) | 7,52 |
| Metales preciosos | 3,75 | 8,38 | (0,29) | 5,43 | 1,47 | 8,04 |
| Productos químicos | 3,88 | 6,65 | 1,64 | 6,18 | 0,48 | 4,14 |
| Equipo eléctrico | 10,34 | 14,38 | (0,92) | 11,46 | (2,13) | 7,04 |
| Vehículos | 17,78 | 21,36 | 6,58 | 21,04 | (5,54) | 12,35 |
| Otras industrias manufactureras | 6,26 | 10,83 | (6,68) | 12,08 | (0,47) | 9,46 |

Fuente: DANE; cálculos de los autores.

Cuadro R1.2
Comportamiento de la industria en el comercio exterior
Año corrido
(porcentaje)

| Código CIU Cuarta revisión | Sector industrial | Ventas al exterior / producción total | Importaciones / utilización total de la industria | Producción | Exportaciones | Importaciones |
|----------------------------|---|---------------------------------------|---|------------|---------------|---------------|
| 1010 | Procesamiento y conservación de carne, pescado, crustáceos y moluscos | 3,4 | 12,8 | (3,6) | (4,9) | 8,8 |
| 1040 | Elaboración de productos lácteos | 0,9 | 4,0 | 2,1 | 207,5 | (18,9) |

Cuadro R1.2 (continuación)
Comportamiento de la industria en el comercio exterior
Año corrido (porcentaje)

| Código CIU Cuarta revisión | Sector industrial | Ventas al exterior / producción total | Importaciones / utilización total de la industria | Producción | Exportaciones | Importaciones |
|----------------------------|--|---------------------------------------|---|------------|---------------|---------------|
| 1050 | Elaboración de productos de molinería, almidones y sus derivados | 1,4 | 8,3 | 4,3 | 39,6 | (45,2) |
| 1061 | Trilla de café | 79,7 | (1,5) | (2,6) | n. a. | n. a. |
| 1070 | Elaboración de azúcar y panela | 27,8 | 5,8 | (6,1) | 35,1 | 56,6 |
| 1081 | Elaboración de productos de panadería | 3,5 | 2,9 | (1,1) | 18,3 | (7,9) |
| 1089 | Resto de alimentos | 8,4 | n. a. | 5,9 | n. a. | n. a. |
| 1100 | Elaboración de bebidas | 0,8 | 4,7 | (7,7) | 21,7 | 3,0 |
| 1400 | Hilatura, tejeduría y confecciones | 14,8 | 17,9 | (9,4) | (1,9) | (0,2) |
| 1511 | Curtido y recurtido de cueros; recurtido y teñido de pieles | 53,6 | 31,2 | (13,8) | (0,1) | (74,2) |
| 1512 | Fabricación de artículos de viaje, bolsos de mano y artículos similares en cuero | 46,6 | 29,3 | (23,6) | (28,9) | 20,9 |
| 1520 | Fabricación de calzado | 5,7 | 45,6 | (0,5) | 15,0 | (17,2) |
| 1600 | Transformación de la madera y sus productos | 7,1 | 30,8 | (4,2) | 40,7 | 4,0 |
| 1700 | Fabricación de papel, cartón, y sus productos | 17,9 | 16,2 | 5,9 | 18,0 | 9,6 |
| 1800 | Actividades de impresión | 14,3 | 0,7 | (3,6) | (3,7) | (3,8) |
| 1900 | Coquización y refinación de petróleo | 8,0 | 21,9 | 6,0 | (11,4) | (20,0) |
| 2010 | Fabricación de sustancias químicas básicas, y sus productos | 32,3 | 63,2 | 4,9 | (10,2) | 15,6 |
| 2020 | Fabricación de otros productos químicos | 13,0 | 22,6 | (1,2) | 5,9 | 8,1 |
| 2210 | Fabricación de productos de caucho | 17,8 | 76,6 | 8,6 | 14,8 | 10,2 |
| 2220 | Fabricación de productos de plástico | 13,0 | 18,9 | (1,6) | 5,6 | 21,7 |
| 2310 | Fabricación de vidrio y productos de vidrio | 26,7 | 22,2 | (2,0) | (14,5) | 5,1 |
| 2390 | Fabricación de productos minerales no metálicos n. c. p. | 5,0 | 10,0 | (3,6) | 4,1 | 4,5 |
| 2410 | Industrias básicas de hierro y de acero | 22,4 | 45,2 | (2,8) | (6,7) | 37,3 |
| 2420 | Industrias básicas de metales preciosos y no ferrosos | 89,4 | 82,6 | (22,6) | (8,3) | (10,2) |
| 2500 | Fabricación de productos elaborados de metal | 18,0 | 35,4 | (3,8) | 10,2 | (0,1) |
| 2700 | Fabricación de aparatos y equipo eléctrico | 26,5 | 48,3 | (7,5) | 7,7 | 1,1 |
| 2800 | Fabricación de maquinaria y equipo n. c. p. | 17,2 | 82,1 | (7,1) | 5,1 | 12,9 |
| 2910 | Fabricación de vehículos automotores y sus motores | 24,7 | 67,0 | (19,0) | (4,6) | (9,1) |
| 2920 | Fabricación de carrocerías para vehículos automotores, remolques | 7,4 | 14,5 | (22,1) | (65,2) | (55,2) |
| 2930 | Fabricación de partes, piezas (autopartes) y accesorios (lujos) para vehículos | 19,7 | 69,7 | 0,4 | 22,2 | 21,4 |
| 3000 | Fabricación de otros tipos de equipo de transporte | 2,5 | 72,6 | (12,6) | 90,5 | (38,7) |
| 3100 | Fabricación de muebles, colchones y somieres | 7,8 | 15,5 | (7,4) | 5,6 | 16,5 |
| 3200 | Otras industrias manufactureras | 24,9 | 54,5 | (6,7) | 6,1 | 9,2 |

n. a.: no aplica.
Fuente: DANE; cálculos de los autores.

III. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación anual al consumidor aumentó en los últimos dos meses en una magnitud algo menor que la proyectada.

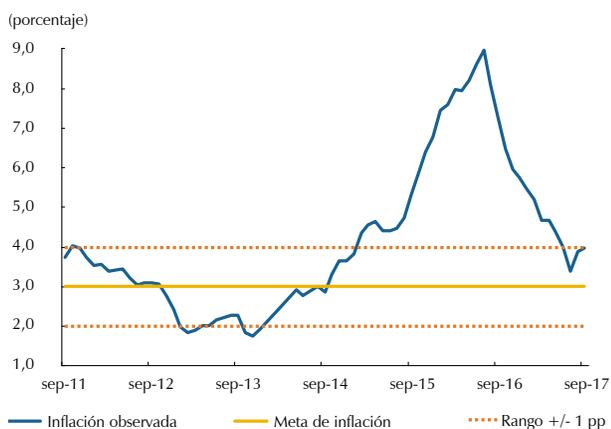
No obstante, el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica continuó cayendo, aunque su nivel se mantuvo por encima de la meta del 3,0%.

El alza reciente de la inflación total se concentró en alimentos perecederos y es el resultado de una base de comparación muy baja en igual período de 2016 más que de aumentos en el nivel de estos precios asociados con caídas de la oferta.

En general, los choques que impulsaron la inflación en trimestres anteriores se han desvanecido o se encuentran en proceso de hacerlo y en la actualidad los excesos de capacidad instalada estarían contribuyendo a la convergencia de la inflación a la meta.

La inflación anual al consumidor se situó en 3,97% en septiembre, una cifra muy similar a la observada a finales del segundo trimestre. Después de 12 meses de descensos continuos, la inflación anual alcanzó un mínimo reciente en julio de este año (3,40%), para luego aumentar en agosto y septiembre a un ritmo un poco menor al que se había previsto en los informes anteriores (Cuadro 6 y Gráfico 22).

Gráfico 22
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

El aumento reciente de la inflación anual fue el resultado principalmente del incremento de la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos, y es atribuible no tanto a presiones alcistas sobre estos precios como a su normalización después de los fuertes descensos que se produjeron una vez fue superado el choque por el fenómeno de El Niño. Así las cosas, la baja base de comparación en agosto y septiembre del año pasado, con caídas absolutas en precios de alimentos (perecederos, especialmente), explica el aumento de la inflación anual para los mismos meses de 2017.

La variación anual de los otros componentes principales de IPC (transables, no transables y regulados) permaneció estable o cayó con respecto a los niveles observados en junio pasado. Ello sugiere la ausencia

Cuadro 6
Indicadores de inflación al consumidor
(a septiembre de 2017)

| Descripción | Ponderación | Jun-16 | Sep-16 | Dec-16 | Jun-17 | Jul-17 | Aug-17 | Sep-17 |
|---|---------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total | 100,00 | 8,60 | 7,27 | 5,75 | 3,99 | 3,40 | 3,87 | 3,97 |
| Sin alimentos | 71,79 | 6,31 | 5,92 | 5,14 | 5,12 | 4,79 | 4,81 | 4,71 |
| Transables | 26,00 | 7,90 | 7,20 | 5,31 | 4,41 | 4,09 | 3,75 | 3,41 |
| No transables | 30,52 | 4,97 | 4,85 | 4,85 | 5,21 | 5,20 | 5,23 | 5,21 |
| Regulados | 15,26 | 6,71 | 6,19 | 5,44 | 6,01 | 5,03 | 5,57 | 5,68 |
| Alimentos | 28,21 | 14,28 | 10,61 | 7,22 | 1,37 | 0,20 | 1,69 | 2,22 |
| Perecederos | 3,88 | 34,94 | 6,66 | (6,63) | (14,72) | (16,92) | (6,81) | (0,32) |
| Procesados | 16,26 | 12,09 | 12,56 | 10,74 | 3,29 | 2,24 | 1,71 | 0,84 |
| Comidas fuera del hogar | 8,07 | 8,11 | 9,18 | 8,54 | 7,62 | 7,10 | 6,30 | 6,01 |
| Indicadores de inflación básica | | | | | | | | |
| Sin alimentos | | 6,31 | 5,92 | 5,14 | 5,12 | 4,79 | 4,81 | 4,71 |
| Núcleo 20 | | 6,82 | 6,73 | 6,18 | 5,31 | 5,22 | 5,00 | 4,87 |
| IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos | | 6,77 | 6,65 | 6,03 | 5,07 | 4,88 | 4,56 | 4,31 |
| Inflación sin alimentos ni regulados | | 6,20 | 5,84 | 5,05 | 4,87 | 4,72 | 4,59 | 4,44 |
| Promedio de todos los indicadores | | 6,52 | 6,29 | 5,60 | 5,09 | 4,90 | 4,74 | 4,58 |

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de presiones alcistas sobre el grueso de los precios al consumidor, e incluso apunta a la presencia de presiones a la baja.

Al respecto, todo indica que la transmisión al IPC de la depreciación acumulada del peso entre mediados de 2014 y febrero de 2016, ya se completó el año pasado y su efecto ya habría desaparecido de la inflación anual en el primer semestre de 2017. Igualmente, al parecer el aumento de los impuestos indirectos a comienzos de este año se transmitió plenamente en el primer trimestre, por lo que el nivel de precios en el caso de los rubros afectados no ha aumentado a consecuencia de ello en los meses siguientes. No obstante, la inflación anual aún recoge el impacto de este choque, y seguirá haciéndolo hasta comienzos del próximo año, cuando se cumplan los doce meses de la implementación de las nuevas tasas de tributación. Sin embargo, al final de este período se espera su desaparición completa, por lo que se proyecta un descenso en la inflación anual por este concepto, como se explica en el capítulo V de este *Informe*.

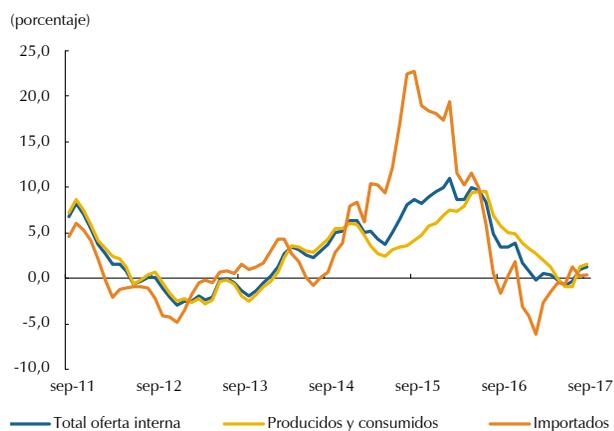
Las escasas presiones sobre los precios también tienen su origen en la debilidad de la demanda. De acuerdo con las estimaciones de brecha del producto, esta se encuentra en terreno negativo hoy en día, lo que sugiere excesos de capacidad productiva. Esto debería limitar los ajustes de precios en el caso de un gran número de bienes y servicios, sobre todo en los menos sensibles a la indexación (véase capítulo IV).

De igual manera, en el caso de los costos no laborales, aproximados por la variación anual del índice de precios al productor (IPP) de oferta interna (IPP importado

más IPP de producidos y consumidos internamente), tampoco se perciben presiones alcistas de importancia desde hace varios meses. Si bien durante el tercer trimestre la variación anual del IPP de oferta interna aumentó (al pasar de -0,83% en junio a 1,17% en septiembre), esto obedeció más a una base de comparación muy baja en igual período del año anterior que a un aumento efectivo en el nivel de precios en los meses recientes. Lo anterior señalaría que el ritmo de ajuste de estos precios es aún muy moderado (Gráfico 23).

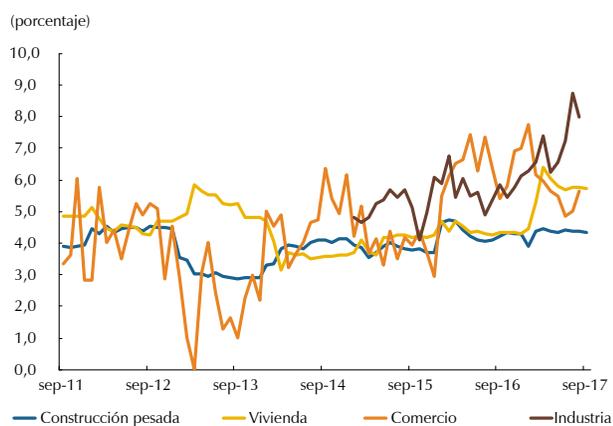
La información sobre los costos laborales sigue siendo menos clara a la hora de determinar qué tipo de presiones están ejerciendo sobre los precios, pues dependiendo del sector, estos se están ajustando a tasas anuales que van desde el techo del rango meta (4,0%) hasta un poco por encima del incremento del salario mínimo decretado para el año 2017 (7,0%). En efecto, con información a agosto, el ajuste anual de los salarios de la industria manufacturera aumentó en dicho mes (8,0%) con respecto a junio (7,2%), al igual que el del comercio (de 4,8% a 5,6%). Por otro lado, con información a septiembre, los salarios en la construcción de vivienda (5,7%) y en la construcción pesada (4,3%) no presentaron cambios de importancia durante el tercer trimestre (Gráfico 24).

Gráfico 23
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

Gráfico 24
Salarios nominales
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

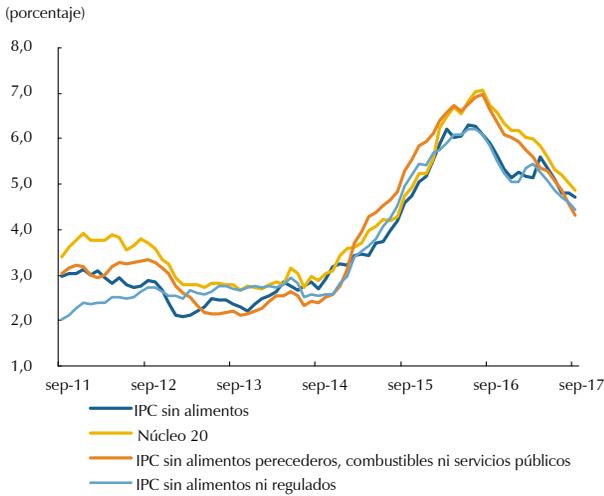
Como se menciona en el capítulo V de este Informe, las estimaciones más recientes muestran una brecha para el mercado laboral que es positiva y más amplia que la observada el año anterior. Esto sugiere escasas presiones sobre los salarios, por lo menos en los últimos meses y para lo que resta de 2017, lo que apunta a pocas presiones a la vez en los costos de producción y por consiguiente en los precios al consumidor.

A. LA INFLACIÓN BÁSICA

En contraste con el comportamiento reciente de la inflación total, el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica, monitoreado periódicamente por el Banco de la República, disminuyó a lo largo del tercer trimestre (de 5,09% en junio cayó a 4,58% en septiembre). Todos los indicadores de inflación básica decrecieron en este período. El IPC sin alimentos cayó de 5,12% en junio a 4,71% en septiembre, el IPC núcleo 20, el de mayor nivel, de 5,31% a 4,87%, el IPC sin alimentos ni regulados de 4,87% a 4,44% y el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos fue el que más disminuyó: de 5,07% a 4,31% (Gráfico 25).

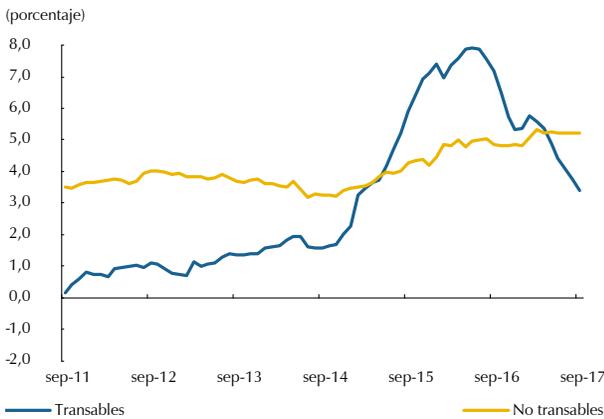
A pesar de las sucesivas caídas de estos indicadores de inflación básica durante el último año, aún todos

Gráfico 25
Indicadores de inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 26
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

se sitúan por encima del techo del rango meta de inflación (2% a 4%). La indexación de estos precios a la inflación pasada y a los salarios, junto con el impacto alcista de la más reciente reforma tributaria, han contribuido a mantener en niveles relativamente altos estos indicadores, sin que la debilidad de la demanda y los aún moderados ajustes en los costos de producción no laborales lo hayan compensado.

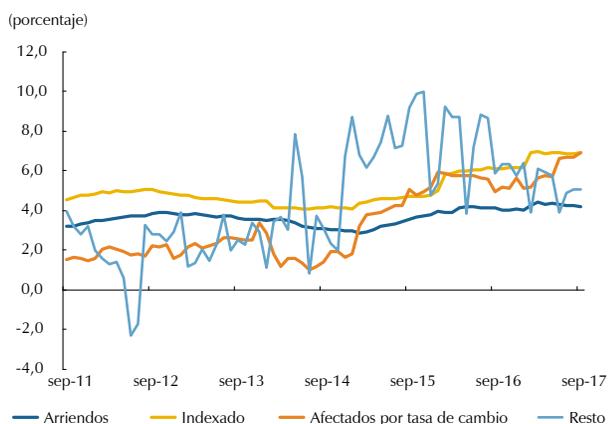
Como se mencionó, durante el tercer trimestre no se percibieron presiones inflacionarias al analizar los grandes grupos del IPC sin alimentos. Los segmentos del IPC de transables y de regulados registraron caídas en el ajuste anual durante el trimestre, mientras que el de no transables se mantuvo estable.

Quizá el hecho más destacado en la inflación básica, medida con el IPC sin alimentos, lo constituye el importante descenso que se presentó en la variación anual del IPC de transables entre junio (4,41%) y septiembre (3,41%), el mayor entre las tres subcanastas principales. Esta dinámica se resalta porque una vez esta subcanasta incorporó las alzas originadas en los mayores impuestos indirectos de la más reciente reforma tributaria, su variación anual ha venido cayendo desde marzo pasado, lo que sugiere que la transmisión de la depreciación acumulada en años anteriores ya se completó y que las presiones de demanda son escasas (Cuadro 6, Gráfico 26).

En los últimos tres meses se observaron descensos o ajustes mínimos en el nivel de precios de un amplio grupo de bienes transables. Sobresale, por su ponderación en la canasta, el IPC de vehículos, que presentó caídas acumuladas en el tercer trimestre de cerca de 1,0%, para terminar en septiembre con una variación anual de -0,7%. Un comportamiento similar se presentó en rubros como electrodomésticos y enseres para el hogar, aparatos electrónicos, vestuario en general y servicios de telefonía, entre otros.

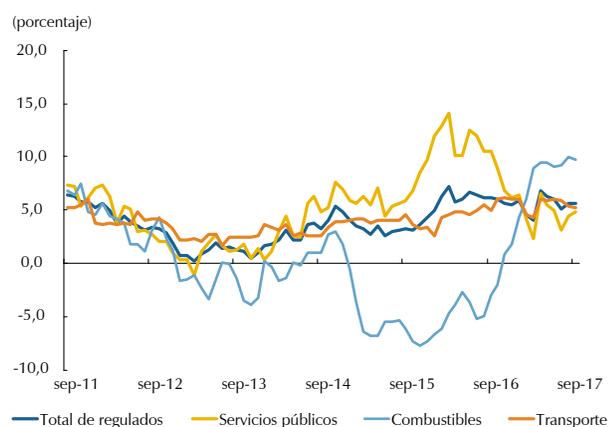
Dentro del IPC sin alimentos, también se destaca la alta estabilidad en la variación anual del componente no transable del IPC, que en los últimos diecisiete meses ha fluctuado entre 4,8% y 5,2%, manteniéndose en este último nivel desde abril pasado y a lo largo del tercer trimestre. Dentro de esta subcanasta el desempeño ha sido variado, con algunas presiones alcistas provenientes de rubros como servicios de televisión, muebles para el hogar (ítems más afectados por el tipo de cambio) y servicios relacionados con la diversión (boletas de fútbol y “otros”: subgrupo “resto”) (Cuadro 6, Gráfico 27).

Gráfico 27
IPC de no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 28
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 29
IPC de alimentos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por el contrario, los rubros del segmento indexados (6,9%), dentro del IPC de no transables, no presentaron cambios de importancia durante el tercer trimestre, aunque su variación anual sigue siendo alta al haber incorporado en sus precios el aumento del salario mínimo y la inflación del año pasado. El ajuste anual de los arriendos disminuyó levemente por segundo trimestre consecutivo (pasó de 4,43% en marzo a 4,33% en junio y a 4,20% en septiembre).

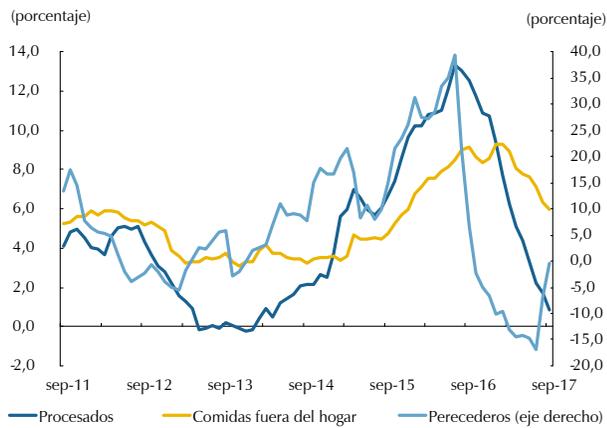
El subgrupo de regulados, luego de presionar la inflación anual al alza durante el segundo trimestre, ejerció presiones a la baja durante el tercero, puesto que su variación anual se redujo de 6,01% en junio a 5,68% en septiembre. Esto, a pesar de que en los dos últimos meses se observaron reajustes en los precios de los combustibles y de los servicios públicos (Cuadro 6 y Gráfico 28). Sin embargo, estos aumentos fueron compensados por una disminución en la variación anual de transporte urbano.

En el caso del IPC de combustibles, su variación anual es alta (9,8% en septiembre) y aumentó con respecto a la de junio (9,1%). El impuesto verde, el cual gravó la gasolina automotor con 135 pesos a comienzos de año, y varios incrementos en el precio de la gasolina decretados a lo largo del año, los cuales recogen la evolución de los precios internacionales y del tipo de cambio, especialmente, explican el comportamiento alcista de los combustibles.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

Una vez desaparecieron las condiciones climáticas adversas de El Niño y los paros gremiales del transporte de carga y agrario, la inflación anual de alimentos se descolgó desde su máximo reciente (15,71% en julio de 2016) hasta alcanzar niveles por debajo de la meta de inflación de largo plazo (3,0%) en los meses de junio (1,37%) y julio (0,20%). A partir de agosto, como se había previsto, repuntó y en septiembre se situó en 2,22% (Gráfico 29). Este cambio de tendencia de los alimentos se explica exclusivamente por el comportamiento de la variación anual del IPC de alimentos perecederos, que pasó de -14,72% en junio a -0,32% en septiembre (Gráfico 30).

Gráfico 30
IPC de alimentos por grupos
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La tendencia alcista reciente en la variación anual del IPC de alimentos no obedece a un debilitamiento de la oferta agropecuaria. De hecho, durante todo el año el abastecimiento de alimentos ha sido alto, como lo sugieren algunos indicadores. Tampoco ha implicado aumentos importantes de precios, como se señaló arriba, pues el incremento acumulado del IPC de alimentos entre enero y septiembre de este año asciende a solo 1,90% y la variación mensual de los últimos cuatro meses ha sido negativa. La aceleración de la inflación de esta canasta es consecuencia de una base de comparación relativamente baja en igual período del año pasado, cuando los precios comenzaban a normalizarse luego del impacto alcista del fenómeno de El Niño y del paro camionero.

En lo corrido del año el desempeño del IPC de alimentos ha resultado favorecido por la estabilización paulatina del precio de la carne de res, gracias a lo cual su variación anual ha descendido de manera apreciable (desde 20,44% en diciembre a solo 0,42% en septiembre). A lo anterior se suma una relativa estabilidad en los precios internacionales de los alimentos y del tipo de cambio, lo cual ha hecho posible el descenso de la variación anual del IPC de alimentos procesados (desde 10,74% en diciembre de 2016 a 0,84% en septiembre de este año).

A su vez, los menores ajustes en los precios de los alimentos perecederos y procesados, junto con una demanda débil, ha repercutido en el IPC de comidas fuera del hogar, cuya variación anual, aunque aún alta frente a la meta del 3,0%, ha disminuido de manera importante en lo que va del año (de 8,5% en diciembre del año pasado a 6,0 % en septiembre). Cabe señalar que este rubro es el segundo con más peso dentro de la canasta del consumidor después de arriendos.

IV. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO

En este informe se mantuvo el pronóstico de crecimiento para todo 2017 en 1,6% para el escenario central.

La economía colombiana habría tocado fondo en materia de crecimiento en el primer semestre de este año e iniciaría su recuperación en el segundo.

Se espera que la economía colombiana continúe recuperándose gradualmente en 2018.

Los pronósticos de inflación a finales de 2017 y para 2018 disminuyeron en este informe.

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA LO QUE RESTA DE 2017 Y 2018

En este *Informe* se mantiene la perspectiva de crecimiento del PIB para todo 2017 que se presentó en el informe de junio, aunque contenida en un rango de pronóstico más estrecho. Como se mencionó en el capítulo II, la información disponible a la fecha sobre el desempeño de diferentes indicadores de actividad real parece confirmar las previsiones del equipo técnico del Banco de la República sobre cómo el proceso de ajuste del producto al choque de términos de intercambio habría tocado fondo en la primera mitad del año, y que en el segundo semestre se empezarían a observar recuperaciones en el ritmo de expansión del mismo.

Es importante señalar que los fundamentales de crecimiento económico muestran signos de recuperación hacia el mediano y largo plazos, lo que permitiría una aceleración del ritmo de expansión del PIB en 2018, incluso mayor que la contemplada en versiones anteriores del *Informe*. De esta manera, para 2018 el equipo técnico revisó al alza el intervalo de pronóstico, incluyendo la cifra para el escenario central o más probable. Como es usual en la preparación de este *Informe*, estas proyecciones de crecimiento son consistentes con los supuestos de contexto externo (alto, bajo y más probable) de balanza de pagos para este y el próximo año presentados en el Capítulo I de este Informe.

El proceso de ajuste del producto al choque de términos de intercambio habría tocado fondo en la primera mitad del año.

Los supuestos de contexto externo para el año en curso y para el próximo sugieren que la demanda externa se dinamizaría hacia finales de 2017 y en 2018, lo

La corrección del déficit externo ha sido más nominal que real, por lo tanto se espera que los mejores términos de intercambio contribuyan directamente al desempeño del ingreso nacional bruto disponible.

que debe favorecer el crecimiento del PIB en los próximos trimestres. Como se presentó en el capítulo I, el escenario central de la balanza de pagos contempla una aceleración del ritmo de expansión de las economías avanzadas y de nuestros principales socios comerciales de la región, pero que estaría sobre todo concentrada en el próximo año. Adicionalmente, a raíz de su comportamiento reciente, para lo que resta de 2017 y para 2018 se revisaron al alza las proyecciones de los precios internacionales de los principales bienes básicos exportados por el país. Con ello, en 2017 los términos de intercambio registrarían un nivel que sería mayor en alrededor del 8,8% frente a lo observado en 2016, con un aumento adicional (aunque menos pronunciado) en 2018. Lo anterior implicaría un mejor desempeño de las exportaciones netas en dólares, que a su vez contribuiría al ajuste en la cuenta corriente. Cabe señalar que la corrección del déficit externo ha sido más nominal que real, por lo que hacia adelante se espera que los mejores términos de intercambio contribuyan directamente al desempeño del ingreso nacional bruto disponible.

Los pronósticos de crecimiento presentados en este capítulo suponen que la absorción seguirá siendo financiada sin mayor inconveniente por el ahorro externo tanto en lo que resta de 2017 como durante 2018. Con la aprobación de la reforma tributaria y con lo presentado en la ley de Presupuesto General de la Nación de 2018 en materia de ajuste fiscal, el equipo técnico del Banco de la República y las calificadoras de riesgo no prevén deterioros en el nivel de riesgo-país. Lo anterior permite prever una relativa estabilidad en el financiamiento del déficit de la cuenta corriente.

No obstante, persisten riesgos de una menor liquidez (o de un mayor costo de la misma) para el próximo año. Si bien el proceso de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas ha sido según el contemplado en versiones anteriores de este *Informe*, para 2018 no se descartan incrementos superiores a los esperados en las tasas de referencia internacional, lo que podría afectar los flujos de capital que entran al país y aumentar el nivel y la volatilidad de la tasa de cambio nominal, conduciendo, en últimas, a una corrección del desbalance en la cuenta corriente más drástica que la contemplada en el escenario central.

Además de lo anterior, otros supuestos importantes implícitos en las proyecciones de crecimiento del PIB para lo que resta de 2017 y para 2018 están relacionados con el desempeño del gasto del Gobierno y el de la inversión en obras civiles. En el primer caso, y como se discutió un trimestre atrás, para lo que resta del año se prevé una buena dinámica del consumo público, jalonada principalmente por un mayor nivel de gasto por parte de los gobiernos regionales y locales. No obstante, para 2018 el impulso sería menor, dado el calendario electoral y el ajuste de las cuentas fiscales ante el choque de ingresos petroleros de los últimos años. Esto sería consistente con lo reportado en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP) y en la ley del Presupuesto General de la Nación para 2018, e implica un déficit fiscal que cumple con lo permitido por la regla fiscal. En el segundo caso, para 2017 se mantiene el supuesto de que el gasto en obras civiles se expandiría a un ritmo importante, sobre todo por el aporte de diferentes proyectos regionales de

Para 2017 y 2018 se mantiene el supuesto de que el gasto en obras civiles se expandiría a un ritmo importante.

La demanda interna mostraría una aceleración en el segundo semestre de 2017 y en 2018.

infraestructura, como vías terciarias y demás obras de ingeniería, así como por el impulso proveniente de un mayor desembolso de recursos para las vías contempladas en el marco de las 4G. Estas últimas también tendrían especial relevancia en el crecimiento económico de 2018, así como la reactivación del gasto en infraestructura como resultado de las actividades de exploración y explotación en el sector minero.

Así las cosas, en este *Informe* se proyectan aceleraciones de la demanda interna para el segundo semestre del año en curso y para el siguiente. Esto ocurriría en un contexto donde los choques de precios que afectaron a la inflación y al ingreso real de los hogares en trimestres anteriores se estarían desvaneciendo más rápido que lo previsto en informes anteriores. Gracias a ello, la capacidad de compra del ingreso de las familias debe presentar una recuperación mayor que la anticipada, lo cual favorecería el consumo privado en lo que resta de 2017 y en 2018. Además, los pronósticos de crecimiento del PIB del próximo año contemplan que el consumo y la inversión agregados se vean impulsados de alguna manera por las acciones recientes de política monetaria, toda vez que las tasas de mercado continúen reaccionando a los movimientos de la tasa de intervención del Banco de la República. Lo anterior supone que la transmisión de la política monetaria a las tasas de interés del mercado continúa en los próximos trimestres y que el crédito a las firmas y los hogares sigue fluyendo en condiciones normales. A este nivel, no obstante, existen algunos riesgos que se analizan en el capítulo V.

En este contexto, la expansión del PIB de 2017 por el lado del gasto se caracterizará por una desaceleración del consumo privado frente a 2016, aunque en el segundo semestre no se esperan deterioros adicionales frente al primero, como se mencionó en el capítulo II. Los resultados para todo 2017 obedecen a los efectos del choque de los términos de intercambio sobre el ingreso y los precios relativos de la economía, así como por el impacto del aumento del IVA sobre la capacidad de compra de los ingresos de los hogares y a un entorno macroeconómico marcado por bajos niveles de confianza de los agentes. No obstante, el dinamismo del consumo privado, que sería mayor hacia finales del año, se consolidaría en 2018, y se espera que muestre un ritmo de crecimiento modesto, mayor que el que se observaría para el agregado del año en curso.

La inversión en bienes de capital continuaría creciendo a tasas positivas en lo que resta del año, y se prevé que repunte con mayor fuerza en 2018. Esto último está relacionado, en alguna medida, con la reducción de la carga tributaria a las firmas que fue aprobada en la RT y con los mayores incentivos que percibirían las firmas del sector petrolero a reactivar actividades de exploración y explotación gracias a un nivel más rentable de precios internacionales del crudo. En contraste, la inversión en construcción de edificaciones registraría en todo 2017 una caída importante, relacionada con el exceso de oferta del componente no residencial y la baja demanda de vivienda nueva para el segmento de ingresos altos.

La inversión en bienes de capital continuaría creciendo a tasas positivas en lo que resta del año, y se prevé que repunte con mayor fuerza en 2018.

Por su parte, para todo 2017 se prevé que las exportaciones netas hagan una contribución negativa al PIB. Esto supone que para lo que resta del año las ventas

Las importaciones registrarían incrementos, impulsados principalmente por la compra de bienes de capital.

al exterior de bienes básicos se recuperan, aunque a un menor ritmo que el contemplado en pronósticos de trimestres anteriores. Para las ventas de productos no tradicionales, por su parte, se proyectan crecimientos positivos, aunque a un ritmo moderado. Las importaciones registrarían incrementos, impulsados principalmente por la compra de bienes de capital. En contraste, la mejora de las perspectivas del contexto externo permite pronosticar una mayor contribución de la demanda externa al crecimiento de la actividad económica en 2018. En particular, el mayor aporte provendría de un aumento de las cantidades exportadas (tanto de bienes y servicios tradicionales como no tradicionales).

Por el lado de la oferta, las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República sugieren que en el segundo semestre de 2017 y en 2018 la producción de bienes y servicios transables se recuperaría en la medida en que la depreciación acumulada, la búsqueda de nuevos mercados mediante acuerdos comerciales y un mayor dinamismo de los socios comerciales permitan estimular dicho aparato productivo.

Aunque en el caso de la industria manufacturera se prevé que durante todo 2017 dicha actividad muestre una leve contracción o un crecimiento cercano a cero, se estima que para 2018 buena parte de las subramas que la componen se recuperen, acordes con el mejor dinamismo esperado para la demanda interna y de los socios comerciales que compran bienes de origen industrial.

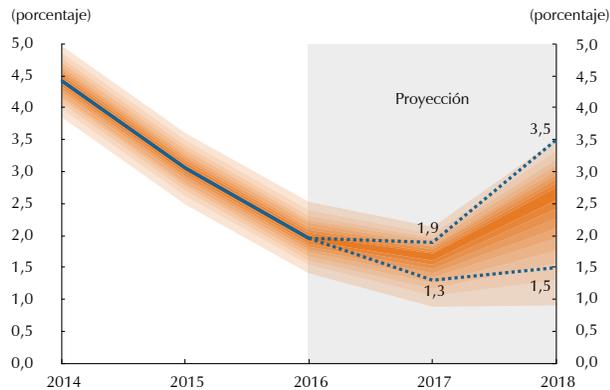
Con respecto a las actividades agropecuarias, las mejores condiciones climáticas observadas en buena parte del año, así como los precios favorables, deberán conducir a unos buenos resultados en términos del PIB sectorial en todo 2017. Para 2018 esta situación debe mantenerse, a lo cual se espera que también contribuyan unas mejores condiciones de seguridad y estabilidad en las zonas rurales. En el caso del sacrificio de ganado, existe incertidumbre sobre la duración del ciclo de retención ganadera que podría culminar hacia finales de 2017, y pese a prever un crecimiento positivo para 2018, su expansión sería moderada.

En el PIB de la minería, por su parte, para todo 2017 se estima una nueva contracción, pero menor que la observada en 2016. Aunque se esperan crecimientos positivos para la producción minera hacia finales de 2017, esto no contrarrestaría las importantes caídas en la primera mitad del año observadas en el caso de la producción petrolera y de carbón. Para 2018 se espera una expansión modesta de la minería, apoyada en unos precios del petróleo algo mayores que en 2017 y en los proyectos de inversión que se están ejecutando este año. En el caso del carbón, el reciente dinamismo de las exportaciones del mineral permite prever un repunte para 2018.

En el segundo semestre de 2017 y en 2018 la producción de bienes y servicios transables se recuperaría.

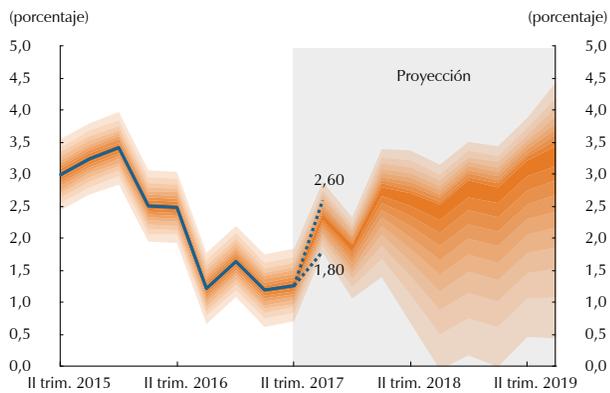
Por último, el crecimiento esperado de las obras civiles de 4G seguirá estimulando la producción no transable y contribuirá de manera importante al crecimiento del PIB de este y el próximo año. Es importante señalar que la inversión en obras civiles para la minería también permitiría prever un crecimiento favorable del sector de acuerdo con la recuperación de los precios de los minerales y de las exportaciones; todo ello genera mayores niveles de inversión a futuro. Además, este sector tiene encadenamientos productivos con ramas como la industria y el trans-

Gráfico 31
Fan chart del crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 32
Fan chart del crecimiento anual del PIB trimestral



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

porte, por lo que también debe contribuir a un mejor dinamismo en estos sectores.

Dado lo anterior, se espera que el crecimiento económico de Colombia comience a converger gradualmente a su nivel potencial desde la segunda mitad de 2017 y en todo 2018. Así las cosas, la proyección para el producto en el escenario más probable se sitúa alrededor del 1,6% para 2017, con un rango de pronóstico entre 1,3% y 1,9%. Para 2018 el proceso de recuperación de la economía colombiana continuará y se estima que el PIB crezca cerca del 2,7%, con un rango de pronóstico entre 1,5% y 3,5%.

Dicho rango se encuentra dentro del *fan chart* de crecimiento económico que se deriva de los modelos de mediano y largo plazos de la Gerencia Técnica. En esta oportunidad la amplitud de los intervalos se mantiene elevada y, como se puede apreciar en los gráficos 31 y 32, los sesgos continúan siendo a la baja, en especial para 2018. La senda central se mantuvo inalterada para 2017 y se revisó al alza levemente para 2018 frente a la presentada en el informe trimestral anterior. El balance de riesgos contempla la elevada incertidumbre del contexto internacional y el desempeño que pueda tener el consumo público y las obras civiles en el horizonte de política. En el Cuadro 7 se observa que la probabilidad de que el crecimiento económico se ubique entre 1,0%

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

| Rango | 2017 | 2018 |
|---------------|-------|-------|
| < -1,0 | 0,00 | 0,05 |
| -1,0 - 0,0 | 0,04 | 0,90 |
| 0,0 - 1,0 | 10,63 | 7,49 |
| 1,0 - 2,0 | 80,84 | 28,19 |
| 2,0 - 3,0 | 8,49 | 47,44 |
| 3,0 - 4,0 | 0,00 | 15,73 |
| > 4,0 | 0,00 | 0,21 |
| Entre 3 y 5 | 0,00 | 15,94 |
| Entre 2 y 4 | 8,49 | 63,17 |
| Entre 1,5 y 3 | 53,79 | 64,92 |

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Un riesgo a la baja sobre la inflación importante es el asociado con un menor crecimiento de nuestros socios comerciales.

y 2,0% en 2017 es cercana a 80,8%, mientras que para 2018 la mayor concentración de probabilidad se aprecia en el intervalo 2,3% y 3,0%, la probabilidad es de 47,4%.

Los principales riesgos a la baja están asociados con un menor crecimiento de nuestros socios comerciales, de América Latina principalmente, que afectan de manera importante el comercio no tradicional. Por otro lado, la inversión pública podría presentar un menor dinamismo que el contemplado en el escenario central, lo que dependerá de la eficiencia en la ejecución, en particular en lo relacionado con los cronogramas de las obras civiles de cuarta generación. Algo similar ocurriría con el comportamiento del consumo público, el cual podría verse afectado por la entrada en vigencia de la ley de garantías y las próximas elecciones.

Los principales riesgos alcistas están relacionados con un dinamismo del aparato productivo colombiano transable por encima de lo esperado, dada la depreciación acumulada que debería estimular dicha producción, y teniendo en cuenta que buena parte de las exportaciones no tradicionales están mostrando en los últimos meses una importante recuperación. También, están asociados con los efectos que pueda tener una mayor confianza inversionista (originada en la implementación de la reforma tributaria y en la consolidación del proceso de paz) sobre los flujos de capital y la percepción de riesgo sobre el país, lo que permitiría una menor volatilidad de la tasa de cambio. Es importante señalar que para 2018 se estima que los alivios de la reforma tributaria a las empresas generen un mayor nivel de inversión.

B. INFLACIÓN

1. Pronósticos

Para producir los pronósticos de inflación que se presentan en este *Informe* se utilizó el modelo Patacon de equilibrio general estocástico dinámico, empleado en los informes anteriores, pero con algunas leves modificaciones. La senda central de pronóstico obtenida en esta oportunidad para la inflación total disminuyó a diferentes horizontes frente a la que se presentó en el informe de junio. Algo similar sucedió con la senda para la inflación básica, que en el caso del Patacon corresponde a la inflación sin alimentos ni regulados.

De esta manera, según el pronóstico central, la convergencia hacia la meta de inflación del 3,0% estaría sucediendo más rápido que lo previsto en los informes anteriores, y esto ocurriría tanto para la inflación total como para la de sin alimentos ni regulados. Cabe señalar que la regla de política que utiliza el modelo Patacon está en función de la inflación sin alimentos ni regulados.

La senda central de pronóstico de inflación disminuyó frente a la que se presentó en el informe de junio.

La nueva senda de pronóstico indica que la inflación anual al consumidor terminaría el año ligeramente por debajo del 4,0%, algo que no se anticipaba en informes anteriores. Hacia 2018 se sigue esperando un marcado descenso de la inflación en el primer trimestre, una vez se diluya el efecto del aumento de los impuestos indirectos, entre otros factores. Más adelante el declive del indicador deberá continuar

de forma más gradual y, a diferencia de lo presentado en el informe anterior, en esta oportunidad la inflación anual se estaría ubicando temporalmente un poco por debajo de la meta del 3,0% en la segunda mitad de año.

Para la inflación sin alimentos ni regulados la tendencia sería similar, aunque en este caso todavía se sigue previendo una cifra superior al 4,0% para finales del presente año. Así mismo, su descenso durante el primer trimestre de 2018 sería más pronunciado que el de la inflación total, lo que le permitiría a este indicador situarse también algo por debajo del 3,0% durante el segundo semestre de ese año, de manera transitoria y mientras se estabiliza en torno a la meta hacia el más largo plazo.

El descenso en los pronósticos está relacionado en parte con el hecho de que las proyecciones de hace un trimestre tendieron a sobreestimar los resultados de septiembre. Esto fue así tanto para la inflación total como para la inflación sin alimentos. Por subcategorías, los mayores errores de pronóstico se presentaron en el caso del IPC de alimentos y en el de IPC de transables sin alimentos ni regulados.

Adicionalmente, en la senda central de este *Informe* se fortalecieron otros factores que están ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación futura y que ya habían sido identificados en los informes anteriores.

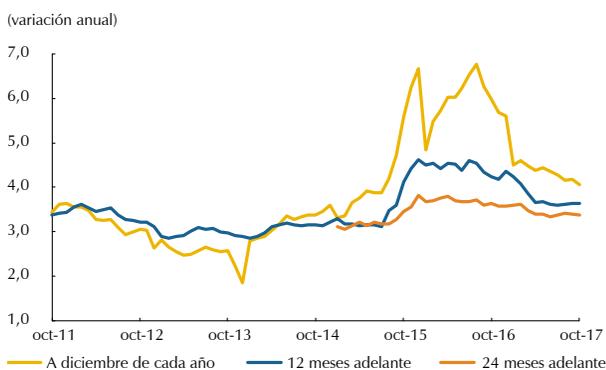
En primer lugar, el aumento acumulado de la tasa de interés de política registrado entre septiembre de 2015 y julio de 2016 contribuyó en trimestres anteriores a moderar el crecimiento del gasto y a reducir las expectativas de inflación a niveles más compatibles con la meta del 3%. Estos factores seguirán desempeñando un papel importante en la convergencia de la inflación a la meta del 3,0% en 2018, dado el rezago con el que opera la política monetaria (de entre cuatro y seis trimestres en promedio) y a pesar de los descensos que se han registrado en la tasa de política desde diciembre de 2016.

En relación con las expectativas de inflación, las diferentes fuentes de información sugieren que estas se habrían mantenido alrededor del 3,5% durante el tercer trimestre,

para los horizontes de mediano y largo plazos. Tal es el caso de las obtenidas a partir de la encuesta mensual realizada a los operadores y analistas del mercado financiero, la cual mostró, a mediados de octubre, una inflación esperada a doce y veinticuatro meses de 3,6% y 3,4% respectivamente, valores muy similares a los obtenidos un trimestre atrás (Gráfico 33). Para diciembre del presente año la inflación esperada es del 4,07%, inferior a la de hace tres meses (4,16%).

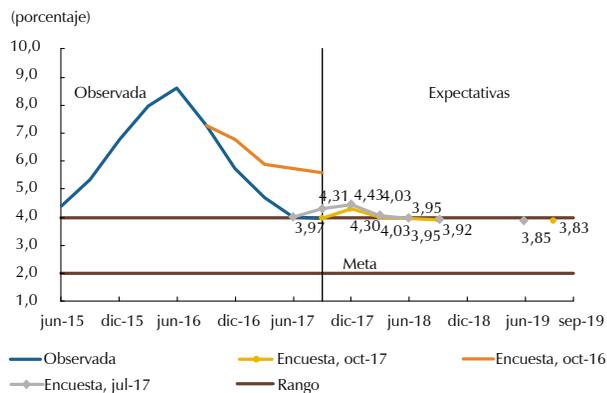
En el caso de la encuesta trimestral a empresarios, analistas y sindicatos, los niveles son algo más altos que los obtenidos a partir de la encuesta mensual, pero disminuyeron un poco frente a lo obtenido hace tres meses, y ahora se encuentran por debajo del 4,0% a

Gráfico 33
Pronósticos de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



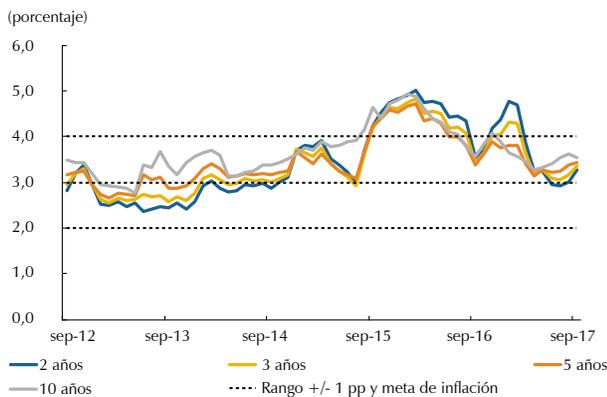
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 34
Encuesta trimestral: inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve, doce y veinticuatro meses) (inflación anual)



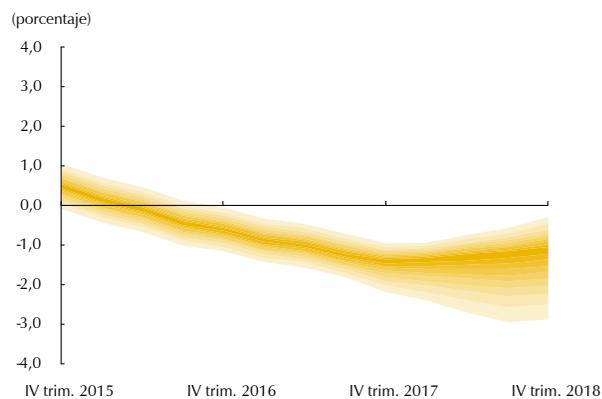
Nota: para cada expectativa se presenta su respectiva desviación estándar.
Fuentes: DANE y Banco de la República (*Encuesta trimestral de expectativas*).

Gráfico 35
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*).

Gráfico 36
Fan chart de la brecha del producto



Fuente: Banco de la República.

horizontes de doce y veinticuatro meses. En particular, a doce meses la encuesta recogida a comienzos de octubre mostró una inflación esperada de 3,9% (frente al 4,0% de la encuesta de julio) y a veinticuatro meses una de 3,8% (frente al 3,9% de julio). Para diciembre de este año la cifra esperada es de 4,3% (Gráfico 34).

Por su parte, la información obtenida a partir de la curva de rendimientos de los TES a mediados de octubre muestra unas expectativas de inflación a dos, tres y cinco años alrededor del 3,34%, algo mayor que lo obtenido a mediados de julio. No obstante, según esta fuente de información, las expectativas a mediano y largo plazos se han mantenido consistentemente por debajo del 3,5% desde hace algo más de seis meses (Gráfico 35).

La reducción de la inflación total y sin alimentos ni regulados hacia los próximos trimestres, según lo sugiere la senda central que se presenta en este *Informe*, también es el resultado de una demanda agregada que sigue y seguirá presentando una dinámica débil en relación con la capacidad productiva de la economía. Esto, pese a la recuperación que se prevé para 2018 en materia de crecimiento, se obtiene de las estimaciones de la brecha del producto que muestran que esta se mantendría en terreno negativo, tanto para lo que resta de 2017 como para todo 2018 (Gráfico 36). Con una brecha negativa la economía enfrenta excesos de capacidad productiva, por lo cual las presiones sobre precios que se derivan de un crecimiento de la demanda tienden a ser escasas.

La presencia de una brecha negativa en trimestres anteriores habría generado presiones bajistas más fuertes que las anticipadas en algunos segmentos del IPC, como el de los bienes y servicios transables. Esto, además, seguirá sucediendo hacia el corto y mediano plazos en dicho caso y en el de otros como el del IPC de no transables y en el de las comidas fuera del hogar, entre otros. Esta situación explica en parte la disminución de la senda central de pronóstico en el presente *Informe*.

El pronóstico central del equipo técnico del Banco contempla una normalización gradual de la política monetaria en las economías avanzadas. En especial,

El pronóstico central contempla una normalización gradual de la política monetaria en las economías avanzadas.

como se menciona en el capítulo I de este *Informe*, supone un incremento de 25 pb en la tasa de interés de política de la Fed en lo que resta de 2017 y dos aumentos adicionales por una magnitud acumulada de 50 pb a lo largo de 2018. Además, supone un mejoramiento de los precios internacionales del petróleo en 2018, frente al promedio observado en 2017. En estas circunstancias los capitales deberán seguir fluyendo hacia las economías emergentes, y hacia Colombia en particular, sin cambios importantes en los costos de financiamiento, lo cual permite prever cierta estabilidad en la tasa de cambio y, por ende, escasas presiones alcistas sobre la inflación al consumidor mediante este canal. Pese a lo anterior, subsisten riesgos de presiones alcistas sobre la inflación.

Cabe señalar que las presiones alcistas sobre los precios, atribuibles a la depreciación acumulada del peso de años anteriores, se habrían extinguido entre finales de 2016 y comienzos de 2017. La senda central de pronósticos de informes anteriores habría tendido a prolongar este proceso más de lo finalmente observado, algo que podría explicar, en parte, la sobreestimación de la inflación del IPC sin alimentos ni regulados, y en especial de la de transables. Este hecho explica parte de la disminución de la senda central de pronóstico frente a lo presentado en los anteriores informes.

Para 2018 también se sigue esperando que se diluya el choque alcista que golpeó a los precios al consumidor por cuenta del aumento de los impuestos indirectos a comienzos del presente año. Dicho choque, de naturaleza transitoria (por lo menos en lo que corresponde a su impacto directo), debe desaparecer de la variación anual del IPC doce meses después de haberse presentado, por lo que se espera un descenso significativo de la inflación total al consumidor y de la de sin alimentos ni regulados en el primer trimestre de 2018. Este descenso es además mayor en el *Informe* actual que en el previsto anteriormente, lo que también ayuda a reducir los pronósticos.

En materia de precios de los alimentos, las favorables condiciones climáticas que enfrenta la oferta en la actualidad, junto con un aumento importante en el área cultivada, hacen prever pocos incrementos de precios y una variación anual por debajo del 3,0% para este segmento del IPC en lo que resta del año y a comienzos del próximo. A lo anterior se suma que no se proyectan incrementos importantes en los precios internacionales de las materias primas agrícolas importadas por el país para los próximos trimestres, y que para 2018 se espera una relativa estabilidad en el tipo de cambio, como ya se comentó.

A finales del segundo trimestre de 2018 se espera que se diluya el choque alcista sobre la inflación explicado por el aumento de los impuestos indirectos a comienzos de este año.

La senda central de pronóstico prolonga las escasas presiones originadas en los precios de los alimentos hacia la segunda mitad de 2018. Esto es importante para explicar el descenso de los pronósticos de inflación total a ese horizonte frente al informe anterior, pero contiene una alta incertidumbre y enfrenta riesgos al alza, como se explica en la siguiente sección de este capítulo.

En el actual *Informe* se sigue contemplando un descenso de la variación anual de IPC de regulados, la cual disminuye gradualmente hacia el 3,0% en los próximos

ocho trimestres. La estabilidad del tipo de cambio y el aumento moderado en el precio internacional de los combustibles asegura la ausencia de choques sobre este componente del IPC.

Finalmente, los nuevos pronósticos de inflación hacia 2018 tienen implícitos un descenso de la inercia inflacionaria y un menor grado de indexación que lo contemplado en el informe anterior. Esto, debido a que la inflación al cierre de 2017 disminuiría, pues actualmente se encuentra algo por debajo del 4,0%. Esta misma circunstancia deberá contribuir a que los ajustes salariales de comienzos del año entrante se efectúen a tasas más compatibles con la meta del 3,0%, a lo que se suma la existencia de un mercado laboral relativamente holgado.

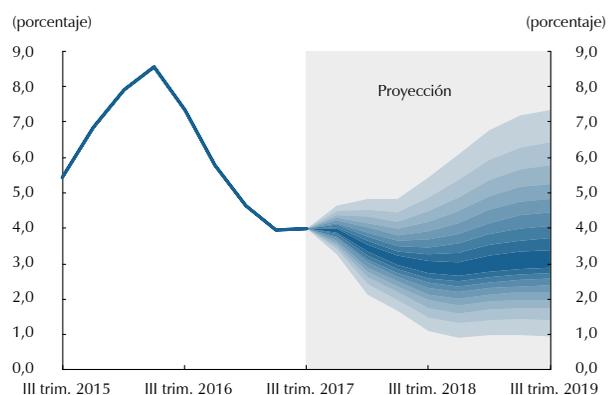
2. Balance de riesgos

El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos ni regulados se presenta en los *fan chart* de los gráficos 37 y 38. Para este Informe ambos *fan chart* presentan un sesgo al alza a partir del primer trimestre de 2018. El balance de riesgos para la inflación total, al igual que el de la inflación sin alimentos ni regulados, se construyó a partir de la senda central de esta variable, derivada del modelo Patacon. Los riesgos considerados en la construcción del *fan chart* se presentan a continuación.

Los riesgos al alza considerados son:

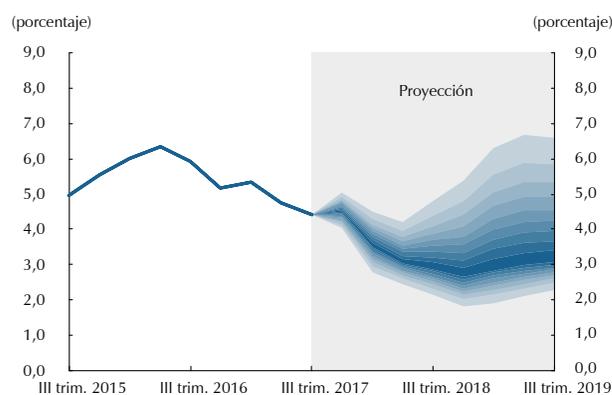
Una senda de precios de alimentos por encima de lo esperado en 2018: actualmente se cuenta con una buena oferta agropecuaria que permite esperar unos precios de alimentos bajos para lo que resta de 2017 y comienzos de 2018. Sin embargo, en el pasado los bajos precios han tendido a desestimular la oferta unos trimestres adelante, sobre todo en el caso de los productos agrícolas percederos de ciclo productivo corto. Es posible que la senda central de pronóstico esté

Gráfico 37
Fan chart de la inflación total



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38
Fan chart de la inflación sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Una mayor depreciación que la pronosticada representa un riesgo al alza sobre la inflación.

subestimando este fenómeno y que los precios de los alimentos, para el segundo semestre de 2018 especialmente, aumenten más de lo que aquí se contempla. Ello generaría una presión alcista sobre la inflación al consumidor que no está prevista en la senda central. Así, un comportamiento menos favorable de los precios de los alimentos podría retrasar la convergencia de la inflación total a la meta en 2018, en especial si las expectativas de inflación se ven afectadas.

Presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio: en el presente *Informe* se destacan dos factores de riesgo que imprimirían presiones al alza sobre la tasa de cambio con respecto a la senda considerada para esta variable en el escenario central de pronóstico.

En primer lugar, no puede descartarse una caída del precio del petróleo frente al nivel considerado para esta variable en el escenario central a lo largo del horizonte de pronóstico. Aunque recientemente los niveles mundiales de los inventarios de crudo disminuyeron, conduciendo a un incremento en el precio internacional, la sostenibilidad de este aumento depende de que se mantenga el acuerdo de reducción de producción establecido por los miembros de la OPEP, algo que es incierto, puesto que en el pasado las rupturas han sido frecuentes. Adicionalmente, un mayor precio podría estimular una mayor oferta por parte de los países productores que no hacen parte de la OPEP. Si esto sucede, cabe la posibilidad de que el peso colombiano se deprecie más de lo contemplado en la senda central.

Un segundo factor tiene que ver con la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, dada las perspectivas de la dinámica económica de este país, la cual se espera continúe siendo muy gradual. En particular, el pronóstico central supone tres incrementos, de 25 pb cada uno, en la tasa de política de la Fed entre el cuarto trimestre de 2017 y finales de 2018. Sin embargo, no se puede descartar que el aumento de la tasa de interés por parte de la Fed ocurra a un ritmo mayor que el que se anticipa, si se materializan las condiciones económicas favorables que se esperan actualmente. Si estos aumentos adicionales no están descontados por el mercado, podrían afectar los flujos de capital hacia las economías emergentes y ejercerían presiones a la depreciación del tipo de cambio no contempladas en la senda central.

Una mayor depreciación presionaría al alza la inflación en 2018 de manera directa, vía el IPC de transables, principalmente. Además, tendría efectos de segunda ronda más duraderos si afecta las expectativas de inflación.

El principal riesgo a la baja es:

El principal riesgo a la baja sobre la inflación sería una demanda interna que crece por debajo de lo esperado.

Una demanda interna que crece por debajo de lo esperado: dentro de los aspectos que pueden afectar el comportamiento de la demanda interna y ejercer presiones a la baja sobre esta, se destacan: un menor crédito a los hogares, un consumo de los hogares por debajo del esperado y un débil comportamiento de las obras civiles. El primer factor de riesgo estaría explicado por el hecho de que el actual deterioro de la calidad de la cartera podría aumentar la percepción de riesgo con respecto

a los consumidores, provocando incrementos en las restricciones al momento de otorgar préstamos (aun con una tasa de interés que viene disminuyendo), afectando con ello el nivel de consumo de los hogares. El segundo factor, que reforzaría el efecto del primero, se relaciona con la posibilidad de que los hogares cuenten con un menor ingreso debido al deterioro que ha venido presentando el mercado laboral, especialmente en el área urbana. Por último, en el frente de la inversión, no pueden descartarse nuevos retrasos en la ejecución de las obras civiles, como los que ya se han venido presentando. Todos estos factores no han sido cabalmente contemplados en la senda central de pronóstico. Un riesgo a la baja sobre la demanda interna se traduce en uno a la baja sobre la inflación total, que ayudaría a que esta converja más rápido a la meta o que incluso se sitúe por debajo de ella por un período más prolongado que el previsto.

Acorde con el conjunto de riesgos presentado, su balance sugiere que la probabilidad de que la inflación total se ubique por debajo del 4% en 2017 es de 56%, y se incrementa a 65% en 2018 (cuadros 8 y 9). El Gráfico 39 muestra que el balance de riesgos para finales de 2018 no varió sustancialmente frente al presentado en el informe anterior, aunque el valor más probable del pronóstico de inflación (senda central) se redujo un poco, como se mencionó arriba. Vale la pena resaltar que la amplitud de la función de densidad de los pronósticos que se muestra en los gráficos 37 y 38, 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.

Cuadro 8
Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2018 esté entre 2,0% y 4,0% (porcentaje)

| Informe | Probabilidad |
|--------------------------------------|--------------|
| <i>Informe de marzo de 2017</i> | 46,72 |
| <i>Informe de junio de 2017</i> | 44,65 |
| <i>Informe de septiembre de 2017</i> | 47,59 |

Fuente: cálculos del Banco de la República.

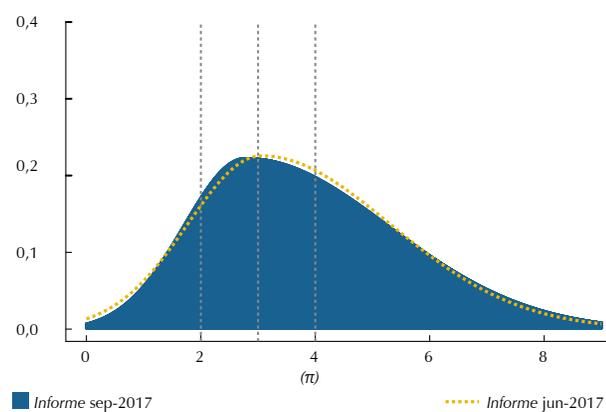
Cuadro 9
Rangos de probabilidad del *fan chart* de la inflación total
(porcentaje)

| Rango | 2017 | 2018 |
|-------------|-------|-------|
| < 2,0 | 0,00 | 17,82 |
| 2,0 - 2,5 | 0,03 | 11,31 |
| 2,5 - 3,0 | 1,18 | 12,63 |
| 3,0 - 3,5 | 13,49 | 12,35 |
| 3,5 - 4,0 | 41,33 | 11,30 |
| > 4,0 | 43,98 | 34,59 |
| Entre 2 y 4 | 56,02 | 47,59 |

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
Corte transversal del *fan chart* de inflación total para
diciembre de 2018

(función de densidad)



Fuente: Banco de la República.

Recuadro 2

INCERTIDUMBRE SOBRE LAS REVISIONES Y LA EVOLUCIÓN DE PRONÓSTICOS DEL PIB DE LAS CUENTAS NACIONALES TRIMESTRALES

Daniel Parra
Camilo Cárdenas
Franky Galeano
Isleny Carranza*

Los datos publicados por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) sobre el producto interno bruto (PIB) trimestral son utilizados para evaluar o validar relaciones existentes entre variables, para pronosticar sus valores futuros y sustentar decisiones de política económica. Sin embargo, muchas de las cifras disponibles presentan revisiones debido a la incorporación rezagada de información de balances de empresas y otras fuentes que permiten que las cuentas trimestrales sufran variaciones con respecto a la primera publicación disponible. Esto genera incertidumbre y afecta en parte el análisis económico y el ajuste de los modelos econométricos de pronóstico. Las revisiones sobre dichas series se efectúan principalmente para incorporar nuevos y mejores datos, actualizar los factores de estacionalidad, corregir errores y por cambios metodológicos o de año base (Sleeman, 2006).

Teniendo en cuenta lo anterior, resulta importante estudiar la magnitud y el sesgo de estas revisiones, y su posible relación con la volatilidad de las series económicas. A continuación se hace un análisis de las revisiones de las variaciones anuales del PIB de la economía colombiana y de las grandes ramas para el período comprendido entre el primer trimestre de 2002 y el segundo trimestre de 2017. Adicionalmente, con el fin de tener en cuenta el cambio de metodología y de año base en el cálculo del PIB a precios constantes por parte del DANE¹, llevado a cabo a comienzos de 2010, los diferentes cálculos se efectuaron sobre el total de la muestra y los datos comprendidos entre el primer trimestre de 2010 y el segundo de 2017.

* Los autores son, en su orden, profesional líder, profesional especializado y estudiantes en práctica del Departamento de Programación e Inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos. Se agradecen los comentarios de Adolfo Cobo. Las opiniones expresadas son exclusivas de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Desde el primer trimestre de 2002 hasta el cuarto trimestre de 2009, se utiliza el año 2000 como el año base para el cálculo del PIB a precios constantes y se recurre a la metodología basada en el índice de Laspeyres simple para su estimación. En comparación, a partir del primer trimestre de 2010 se cambia el año base para el cálculo del PIB, tomando como referencia el año 2005, y asimismo se modifica el método utilizado, pasando al índice de Laspeyres encadenado. Véase DANE (2010) "Cuentas nacionales trimestrales de Colombia: nueva base 2005".

La revisión de la variación anual del PIB g períodos adelante se define como la diferencia entre la variación anual del PIB del período t publicado en $t + g$ y la variación anual del PIB para el período t publicado en el momento t^2 . Así, las revisiones pueden ser expresadas como:

$$R_t^g = \Delta PIB_{t+g} - \Delta PIB_t, \text{ con } g = 1, \dots, n$$

Donde,

R_t^g es la revisión hecha g períodos adelante para el período t . ΔPIB_{t+g} es la variación anual del PIB del período t , publicada g períodos adelante de su primera publicación. ΔPIB_t es la variación anual del PIB del período t en la primera publicación.

En este ejercicio se calculan las revisiones hechas entre la primera publicación y las diferentes divulgaciones trimestrales realizadas cuatro años adelante de la divulgación inicial; es decir, se toma un período de evaluación de dieciséis trimestres. Para ello se utilizarán los siguientes estadísticos:

Revisión media (RM): esta medida se define como el promedio aritmético simple de las revisiones hechas para un determinado número de períodos adelante; es decir:

$$RM^g = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\Delta PIB_{t+g} - \Delta PIB_t) = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n R_t^g$$

Donde n corresponde al número de observaciones.

Esta medida nos permite dar cuenta de si las revisiones g períodos adelante en promedio fueron al alza (o a la baja); en otras palabras, si los datos divulgados posteriormente son en promedio superiores (o inferiores) al dato inicialmente publicado. El Gráfico R2.1 muestra la RM para el crecimiento anual del PIB para g períodos adelante, donde g_t indica el promedio aritmético simple de las revisiones un trimestre adelante; esto es, la diferencia promedio entre las tasas de crecimiento anunciadas y las registradas en la publicación inmediatamente posterior. De igual manera, por ejemplo g_4 indica la misma diferencia con respecto a la información publicada después de un año. Se aprecia que las revisiones del crecimiento del PIB en promedio tienen un comportamiento

2 Este crecimiento corresponde a la primera publicación realizada para dicho trimestre.

alcista en las dos muestras, aunque se puede observar que estas son menores usando solo los datos a partir de 2010.

Revisión absoluta media (RAM): esta medida se define como el promedio aritmético simple del valor absoluto de las revisiones hechas para un determinado número de períodos adelante; es decir:

$$RAM^g = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n |\Delta PIB_{t+g} - \Delta PIB_t| = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n |R_t^g|$$

Donde n corresponde al número de observaciones.

Gráfico R2.1
Revisión media para el crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Esta medida nos permite estimar en promedio la magnitud absoluta de las revisiones hechas g períodos adelante. Como se puede observar en el Gráfico R2.2, a medida que se consideran horizontes más lejanos, las magnitudes de las revisiones en promedio son mayores. Además, la magnitud promedio de las revisiones es menor cuando se considera el período a partir de 2010, frente a que si se conside-

Gráfico R2.2
Revisión absoluta media para el crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

ra toda la muestra. Esto nos permite afirmar que la nueva metodología del DANE, de índices encadenados, presenta menores revisiones que lo observado en oportunidades anteriores.

Realizando el mismo ejercicio por ramas de actividad, se observó que los sectores que presentan mayores revisiones en magnitud son, en su orden, la construcción, los suministros de electricidad, gas y agua, y la industria. Es importante señalar que mientras el sesgo en las revisiones de las dos primeras actividades es alcista, el de la última es a la baja (Cuadro R2.1). Asimismo, se evidencia que la dispersión de la revisión media y la revisión absoluta media entre sectores son más significativas cuando se calculan a un horizonte más largo. Por último, el número de sectores que se revisan al alza es mayor que el de los que se revisan a la baja, lo cual es acorde con lo encontrado para el total de la economía.

Al realizar ejercicios de pronósticos, las revisiones no son la única fuente de incertidumbre, también se debe tener en cuenta la volatilidad propia de cada una de las series, la cual puede ser calculada con medidas de dispersión de los datos. La volatilidad dificulta el pronóstico de las series, ya que está directamente asociada con la incertidumbre. Esta volatilidad puede ser causada por características intrínsecas de la serie, por choques exógenos o por problemas en su medición. Por tanto, las revisiones que se realizan sobre el PIB pueden afectar el comportamiento de esas series y aumentar su volatilidad, convirtiéndose así en una fuente de incertidumbre. En general, en el Cuadro R2.1 se aprecia cómo los sectores que presentan una mayor RAM tienen a su vez mayor volatilidad.

Al calcular la desviación estándar del crecimiento anual del PIB por sectores, se encuentra que el sector de construcción presenta la mayor volatilidad, seguido del sector de minería (quinta columna del Cuadro R2.1). Una de las causas de la alta volatilidad en el sector de construcción son los problemas en el cálculo y medición de esta variable³. Sin embargo, esto puede ser igualmente ocasionado por la magnitud de las revisiones que se realizan sobre el PIB trimestralmente. Por otra parte, para la minería la volatilidad es atribuida principalmente a choques externos, especialmente a los relacionados con los precios internacionales de las materias primas. Por su parte, las otras ramas de la economía muestran un comportamiento relativamente estable.

La volatilidad y la incertidumbre derivada de las revisiones complican el análisis económico y el ejercicio de pronóstico tanto para el equipo técnico del Banco de la República como para los analistas del mercado. El Gráfico R2.3 muestra un ejercicio de evaluación de pronóstico, tomando como referencia lo reportado por los analistas en los anexos

3 Véase el Recuadro 1, "Medición de las obras civiles en el PIB", en el Informe de la Junta Directiva al Congreso. Marzo de 2013.

Cuadro R2.1

Revisión media, revisión absoluta media y desviación estándar histórica promedio

| | Revisión media | | Revisión absoluta media | | Desviación estándar histórica promedio |
|--|----------------|-------------|-------------------------|-------------|--|
| | g2 | g4 | g2 | g4 | |
| Agricultura | (0,04) | 0,09 | 0,70 | 0,92 | 2,21 |
| Comercio, reparación, restaurantes y hoteles | 0,14 | 0,13 | 0,47 | 0,71 | 1,56 |
| Construcción | 0,40 | (0,30) | 2,04 | 2,86 | 6,57 |
| Electricidad, gas y agua | 0,62 | 1,18 | 0,84 | 1,49 | 1,41 |
| Establecimientos financieros | 0,14 | (0,05) | 0,37 | 0,74 | 0,86 |
| Industria | (0,40) | (1,01) | 0,87 | 1,75 | 2,56 |
| Minería | (0,04) | 0,01 | 0,62 | 0,90 | 3,71 |
| Servicios sociales, comunales y personales | 0,18 | 0,23 | 0,38 | 0,58 | 1,30 |
| Transporte, almacenamiento y comunicaciones | 0,12 | 0,16 | 0,54 | 0,79 | 1,89 |
| Total | 0,18 | 0,17 | 0,25 | 0,39 | 1,25 |

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R2.3

RMSE de los pronósticos frente a la primera publicación



Fuente: DANE, anexos Informes sobre Inflación; cálculos del Banco de la República.

estadísticos de cada *Informe sobre Inflación*, desde el primer trimestre de 2004 hasta el primer trimestre de 2017, para la evolución de la proyección de PIB anual. Como se puede observar, el error de pronóstico un año atrás para la proyección de PIB del año siguiente se sitúa en promedio entre 1,1 y 1,5 puntos porcentuales (pp). Luego, al tener mayor información y a medida que el horizonte de proyección se va acercando a la publicación del dato anual de PIB por parte del DANE, se puede apreciar que el error de pronóstico se va reduciendo significativamente. En particular, al realizar el ejercicio un trimestre atrás, se observa que el error de pronóstico se sitúa entre 0,35 y 0,75 pp. Adicionalmente, la dispersión en las proyecciones por analistas no varía repre-

sentativamente para cada uno de los horizontes evaluados. Al tomar el período de análisis desde 2010 se aprecia una reducción de dichas medidas para todos los horizontes.

Como se mencionó, buena parte de los errores de pronóstico podrían estar relacionados con la incertidumbre derivada de las revisiones realizadas por el DANE entre publicaciones y la volatilidad en la medición de ciertos componentes del PIB, como por ejemplo las obras civiles. No obstante, es importante señalar que el cambio en la metodología del DANE realizada en 2010 mejoró de manera importante el análisis económico, ya que al reducir en magnitud las revisiones de las cifras macroeconómicas permitió a la mayoría de analistas acotar sus errores de pronóstico.

V. RIESGOS A LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

La economía colombiana se sigue ajustando a los múltiples choques, tanto externos como internos, recibidos en los últimos años. De igual forma, los desbalances macroeconómicos que se habían acumulado se siguen corrigiendo.

El escenario central de este informe proyecta que la economía se seguirá acomodando de manera ordenada, en un contexto de recuperación de los ingresos externos y de la demanda interna.

Hacia adelante, aumentos no anticipados en el costo de financiamiento externo, caídas abruptas en el precio de los principales bienes básicos que exporta el país, o niveles de confianza de los hogares y/o de las empresas persistentemente bajos, son los principales riesgos que enfrenta la recuperación económica del país.

Como se mencionó en anteriores informes, la economía colombiana ha mostrado señales de un ajuste macroeconómico ordenado como respuesta a los diferentes choques externos e internos que la han afectado en los últimos años. Al choque negativo a los términos de intercambio, generado por la significativa reducción del precio del petróleo, se sumó una desaceleración de la demanda externa por parte de los socios comerciales del país y una serie de choques internos de oferta, como el fenómeno de El Niño y el paro camionero, que en conjunto impactaron negativamente el crecimiento de la actividad económica y el comportamiento de la inflación.

En el anterior escenario la demanda agregada se ha ido ajustando a la nueva dinámica del ingreso nacional y a unas condiciones externas diferentes. El impacto de varios de los choques registrados en años anteriores se ha venido desvaneciendo, en algunos casos más rápido que lo esperado, y la demanda externa se está recuperando, hechos que mejoran las perspectivas de la actividad económica del país. De esta forma, el escenario central planteado en este *Informe* contempla que, en lo que resta del año, el ajuste de los desbalances macroeconómicos continúe dándose de manera ordenada, tanto en el ámbito externo como en el interno.

En este proceso de ajuste se resalta la relativa estabilidad de la tasa de cambio luego de la depreciación observada. También, la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo, la cual se ha estado dando a un ritmo un poco mayor que el

La economía colombiana continúa mostrando señales de un ajuste macroeconómico ordenado, gracias a un marco sólido de política y a la reversión parcial de algunos de los choques que la afectaron en los últimos años.

estimado. Por su parte, las primas de riesgo han retornado a menores niveles y el déficit en la cuenta corriente se ha reducido y se espera que la demanda interna se siga recuperando.

El acomodo de la economía ha sido el resultado de un marco sólido de política económica, que incluye el esquema de inflación objetivo con flotación cambiaria, criterios de sostenibilidad en el manejo de las finanzas públicas por medio de la implementación de la regla fiscal, una regulación que busca la estabilidad y fortalecimiento del sistema financiero, el incremento en el nivel de las reservas internacionales y el acceso a la línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Así mismo, la recuperación de los términos de intercambio de Colombia en los últimos meses y el mejor ritmo de aumento de la demanda externa de los socios comerciales estarían contribuyendo con mejores condiciones para la recuperación de los ingresos externos del país.

Pese a las anteriores señales positivas, el repunte proyectado de la economía colombiana y la corrección de los desbalances macroeconómicos enfrentan algunos riesgos. Con respecto al ajuste esperado de la cuenta corriente, el comportamiento de los ingresos y los egresos está condicionado a eventos que tienen una incertidumbre elevada, y que podrían no materializarse. Por ejemplo, se espera que los actuales precios del petróleo se mantengan y que la recuperación de la demanda externa sea suficiente para impulsar las exportaciones distintas a bienes básicos. En materia de los egresos, la proyección sugiere que la recuperación del gasto será coherente con la actual dinámica del ingreso nacional y que la de la demanda dirigida a la compra de bienes transables no generará presiones adicionales al déficit corriente. Por tanto, en este último punto se supone que algunas importaciones de bienes y servicios serán sustituidas de forma gradual por producción nacional.

En materia del nivel y del costo del financiamiento externo, los principales riesgos están relacionados con la incertidumbre sobre la velocidad de la normalización de la política monetaria en los países desarrollados y sobre la percepción del riesgo de las economías emergentes. La evaluación que el mercado internacional haga sobre el ajuste observado de la cuenta corriente de Colombia es otro riesgo a considerar. Todo esto puede afectar el acceso y el costo del financiamiento externo, influir en el comportamiento de la tasa de cambio nominal y real, e impactar los precios y la actividad económica del país.

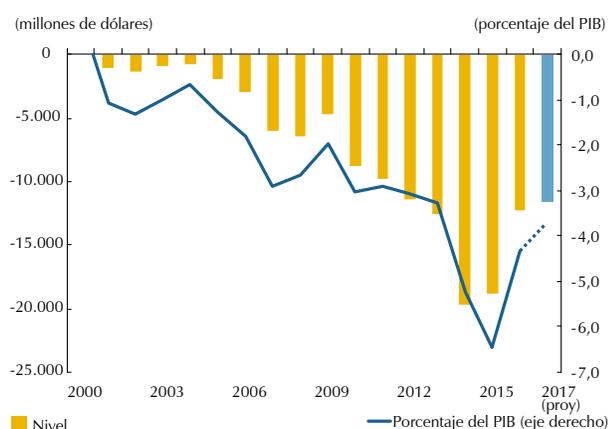
Los principales riesgos que enfrenta la recuperación económica del país son la incertidumbre en la normalización de la política monetaria en los países avanzados, caídas abruptas en el precio de los principales bienes básicos, o niveles de confianza de los hogares y de las empresas persistentemente bajos.

En el contexto interno, los indicadores de confianza de los hogares y las empresas siguen en niveles bajos y sectores económicos intensivos en mano de obra, como el comercio y la construcción de vivienda, registran crecimientos mediocres o negativos. Si este comportamiento se acentúa, el nivel y la calidad del empleo podrían deteriorarse y afectar otros mercados, como el de crédito. Cabe señalar que el endeudamiento de la economía se mantiene en niveles históricos altos, y que los datos más recientes de cartera continúan mostrando reducciones en su calidad. De esta forma, deterioros adicionales podrían significar obstáculos al proceso de recuperación de la economía mediante mecanismos que frenen el proceso de transmisión de la política monetaria o que restrinjan la oferta de crédito.

En lo que resta de este capítulo se presenta la evolución reciente y algunas perspectivas y consideraciones sobre la cuenta corriente, la tasa de cambio real, el endeudamiento y los precios de la vivienda, variables que la literatura ha identificado como relevantes para determinar posibles desbalances macroeconómicos y entender su proceso de ajuste. También, se incluye el índice de desbalance macroeconómico (IDM)⁷, el cual combina los desbalances estimados para cada una de dichas variables.

A. CUENTA CORRIENTE Y TASA DE CAMBIO REAL

Gráfico 40
Déficit en la cuenta corriente



(proy): proyectado.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 41
Índice de términos de intercambio^{a/}



a/ Metodología comercio exterior.
Fuente: Banco de la República.

Al primer semestre de 2017 la información de la cuenta corriente sigue mostrando señales de ajuste del desbalance externo. En este período el déficit corriente se ubicó en 4,1% del PIB, cifra inferior a lo registrado en el mismo lapso del año anterior (4,6% del PIB). Para todo 2017 se espera que este comportamiento continúe, lo que llevaría el déficit de la cuenta corriente al final de año a 3,7% del PIB (Gráfico 40), completando así dos años continuos de ajuste externo.

El comportamiento del déficit en la cuenta corriente ha ocurrido en un contexto de una recuperación de la demanda externa, de mejores términos de intercambio originados en un repunte en los precios de los bienes básicos, y en condiciones de financiamiento externo que se mantienen amplias, aunque a un costo algo mayor. Todo esto ha contribuido a que el ajuste ordenado de las cuentas externas del país se siga dando.

En contraste con lo observado en 2016, cuando el ajuste del balance externo estuvo explicado por una fuerte contracción de los egresos externos, reflejo de una menor demanda interna por bienes importados y, en particular, de la contracción de la inversión, para 2017 el ajuste externo estaría explicado por un mejor entorno de precios y de demanda para las exportaciones colombianas. En particular, la estimación para todo 2017 del déficit corriente supone una recuperación importante de los ingresos externos, en especial aquellos asociados con la balanza comercial y de servicios, explicados por: 1) una recuperación de los términos de intercambio de Colombia (Gráfico 41)

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

En 2017, el menor déficit de la cuenta corriente se ha dado en un contexto de recuperación de la demanda interna y de un repunte de los precios de los bienes básicos.

que ha favorecido las exportaciones de bienes básicos, principalmente de origen mineroenergético; 2) un mejor desempeño de las exportaciones de bienes no tradicionales, impulsados por una mayor demanda externa de los socios comerciales y el efecto acumulado de la depreciación del peso colombiano; 3) un impulso positivo de los ingresos por servicios, en especial de turismo, asociado igualmente con el efecto de precios relativos y con las inversiones acumuladas en el sector, y 4) crecimientos importantes de las remesas de trabajadores, relacionados con el mejor panorama económico en los países de origen de estos recursos.

Por su parte, en 2017 los egresos externos registrarían crecimientos moderados pero menores a los estimados para los ingresos, lo que explica que la dinámica de ajuste en el balance externo continúe. Los mayores egresos externos estarían jalonados en mayor medida por el efecto que tiene la recuperación de los precios de los *commodities* en la remisión de utilidades del sector mineroenergético, en las importaciones de servicios técnicos para el sector petrolero y en el aumento del valor de los pagos externos por fletes. Adicionalmente, las importaciones de bienes registrarían una leve recuperación frente a la fuerte contracción observada en 2016, lo que refleja un mayor dinamismo en algunos componentes de la inversión, de la mano de la aceleración de la demanda interna, y el aumento de las compras externas de insumos para la industria, que soporta en alguna medida la mejor dinámica del sector exportador no tradicional.

En el proceso de ajuste de la economía colombiana ha sido importante la disponibilidad de recursos de financiamiento internacional, los cuales han permitido que las cuentas externas se acomoden a las nuevas condiciones del contexto mundial de precios de los productos básicos y de una actividad global que hasta ahora muestra señales de recuperación. En esta medida, la alta liquidez de los mercados internacionales de capital y el costo de financiamiento relativamente bajo han favorecido un proceso de ajuste gradual y ordenado de la economía y de sus cuentas externas. Los riesgos en este frente seguirían relacionados con la incertidumbre sobre la velocidad y los efectos de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos.

El ajuste del desbalance externo dependerá, en parte, de la sustitución del consumo de algunos bienes transables importados, de la ampliación de oferta exportable, de los precios internacionales de los bienes básicos y del costo del financiamiento externo.

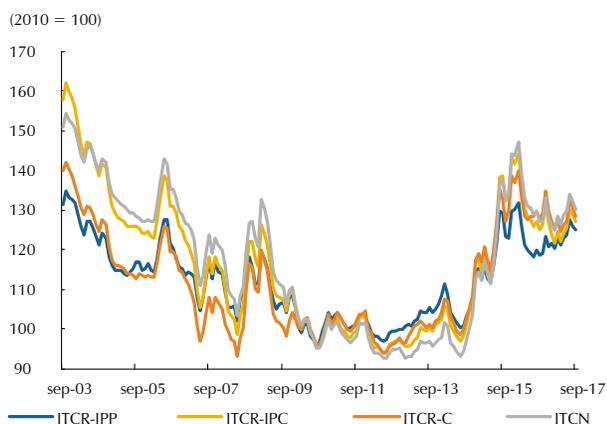
Hacia futuro existe el riesgo de que el proceso de recuperación económica del país esté acompañado de un ajuste externo que se interrumpa o se reverse. En efecto, la reducción del déficit corriente relativo al PIB previsto para 2018 supone una sustitución gradual entre el consumo de bienes transables importados por bienes producidos nacionalmente, así como una recuperación de la oferta exportable. No obstante, otra posibilidad es una aceleración de la demanda interna soportada en el incremento de las importaciones que no sean compensadas por una mayor dinámica de las ventas externas. Este último escenario de recuperación económica implicaría una ampliación del déficit corriente hacia niveles que podrían percibirse como no sostenibles.

Otro riesgo que no se puede descartar es un deterioro de las condiciones de financiamiento externo que generen un cierre de la cuenta corriente mucho más acentuado que el estimado en este *Informe* y que trunque la recuperación económica.

Choques no previstos, como por ejemplo caídas en los precios internacionales del petróleo, aumentos más allá de lo esperado en las tasas de interés mundiales, incrementos en las primas de riesgo país, entre otros, podrían materializar un escenario como este.

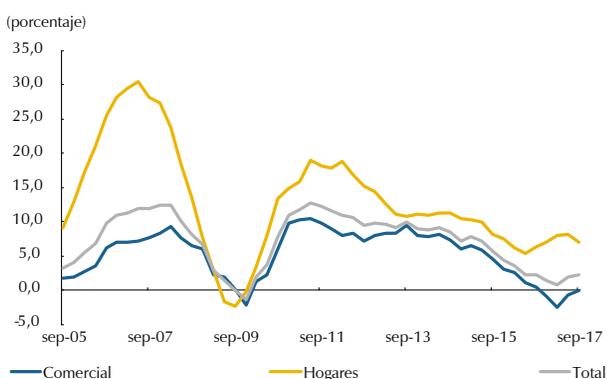
Por su parte, la tasa de cambio real (TCR) ha mostrado una relativa estabilidad en los últimos meses (Gráfico 42).

Gráfico 42
Índices de la tasa de cambio multilateral (nominal y real)



Nota: el ITCN es el índice de la tasa de cambio nominal del peso colombiano frente a las monedas de los principales socios comerciales. 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.

Gráfico 43
Variación anual real del endeudamiento^{a/}



a/ Incluye crédito bancario en moneda legal y extranjera, titularizaciones de cartera hipotecaria, colocaciones de bonos y financiamiento externo directo. Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

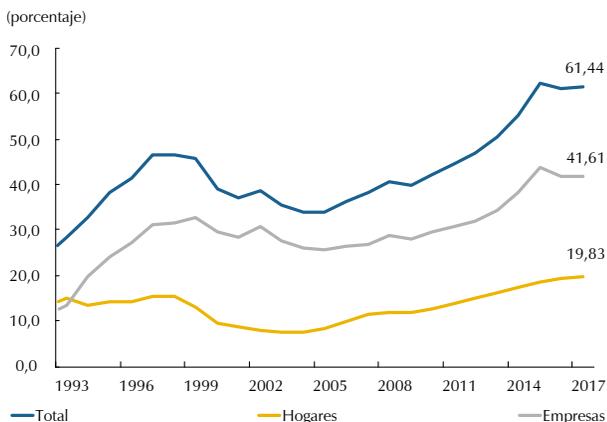
Hacia adelante, el comportamiento de varios de sus fundamentales liderará su tendencia. Por ejemplo, si la recuperación observada de los términos de intercambio se sostiene, ello contribuiría a una apreciación real. Otras tendencias futuras, como una mayor velocidad en la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos o aumentos en las primas de riesgo de los mercados emergentes, podrían generar presiones hacia la depreciación real. El comportamiento de la tasa de cambio nominal y real también dependerá de la percepción que tenga el mercado sobre el ajuste externo observado del país y si las medidas monetarias y fiscales están contribuyendo a dicho ajuste.

B. ENDEUDAMIENTO

La menor dinámica del ingreso nacional y el ajuste que ha experimentado la economía colombiana se ha reflejado en el comportamiento de los indicadores del sector financiero. La cartera total se ha desacelerado y sus indicadores de calidad muestran algún deterioro. A septiembre de 2017, y en términos reales, la deuda total⁸ continuaba creciendo a una tasa baja (2,2%), y menor a la registrada un año atrás. Sin embargo, en los últimos meses la cartera total ha mostrado algún dinamismo, impulsada por la deuda comercial que en términos reales dejó de contraerse. Por su parte, la de los hogares registra crecimientos positivos (6,9%), pero con señales de moderación frente a los crecimientos de trimestres anteriores (Gráfico 43). A pesar del bajo dinamismo de la cartera, el endeudamiento relativo al PIB se mantiene en niveles históricamente altos, similares a los observados en los últimos dos años (Gráfico 44).

8 Incluye crédito bancario (m/n y m/e), colocación de bonos en el mercado interno y financiación externa directa. La financiación registrada en dólares se ajusta para descontar el efecto cambiario sobre la cartera comercial.

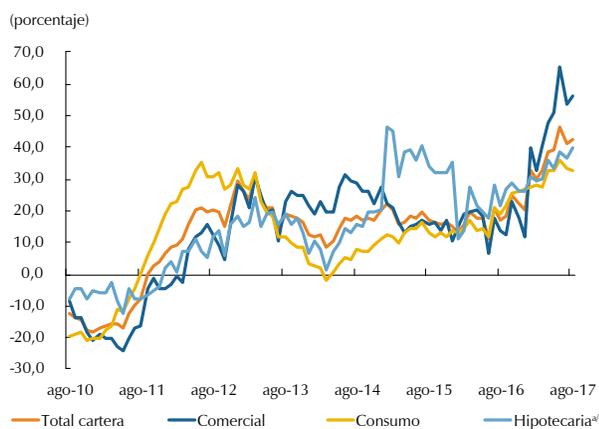
Gráfico 44
Endeudamiento como proporción del PIB^{a/}



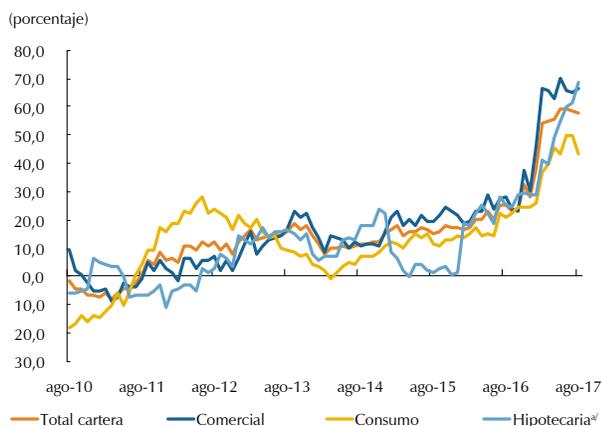
Nota: 2017 corresponde a una estimación con información a septiembre.
a/ Incluye crédito bancario en moneda legal y extranjera, titularizaciones de cartera hipotecaria, colocaciones de bonos y financiamiento externo directo.
Fuentes: DANE, Banco de la República, Superintendencia Financiera de Colombia y Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 45
Crecimiento anual de la cartera vencida y de la cartera riesgosa

A. Cartera vencida



B. Cartera riesgosa^{b/}



a/ El cambio de nivel de las series entre enero de 2015 y enero de 2016 obedece a la recalificación del leasing habitacional al pasar de la cartera comercial a la de vivienda debido a la implementación de las NIIF.

b/ Corresponde a la cartera con calificación distinta de A.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

En lo corrido del presente año la calidad de la cartera continuó deteriorándose. En agosto la cartera vencida se incrementó anualmente 42,5%, y la riesgosa⁹ 58,1%, crecimientos muy por encima de los registrados durante 2016 (Gráfico 45). Parte de estos deterioros estuvieron focalizados en sectores específicos como el transporte masivo, electricidad e infraestructura (afectada especialmente por los créditos a la concesión de Ruta del Sol), y se han ido disolviendo con mecanismos graduales de ajuste aplicados por los agentes del sector financiero. Dichos ajustes no representan por ahora riesgos a la estabilidad financiera. Con respecto al crédito dirigido a los hogares, la cartera hipotecaria es la que ha presentado mayores deterioros en su calidad. Pese al aumento de la cartera vencida y la riesgosa, sus niveles relativos al total distan bastante de los máximos observados en 1999. Adicionalmente, las provisiones cubren más del 100% de la deuda y los indicadores de solvencia se mantienen en niveles adecuados.

Hacia adelante, varios factores de oferta y demanda podrían debilitar aún más la dinámica del mercado de crédito. En primer lugar, a pesar de que las reducciones en la tasa de interés de referencia se han transmitido a las tasas de interés de los créditos comerciales, este tipo de cartera continúa estancada, hecho que sugiere una demanda débil de crédito por parte de las empresas. En los hogares, las preocupaciones sobre el desempeño futuro del mercado laboral, que estaría mostrando condiciones menos favorables, en particular para las zonas urbanas, también podrían estar afectando la demanda de préstamos. En este contexto, si las perspectivas de la actividad económica no se recuperan o la confianza de las empresas y los hogares no mejoran, el deterioro en la demanda de crédito puede acentuarse.

Por el lado de la oferta de crédito, deterioros adicionales en la calidad de la cartera (comercial, consumo o hipotecaria) o una actividad económica débil, podrían desincentivar la colocación de préstamos, aumentar las exigencias para ofrecer créditos o motivar la compra de otro tipo de activos por parte del sector financiero.

9 Es decir, toda la cartera con nivel de calificación diferente de A.

En efecto, en la más reciente encuesta aplicada al sistema financiero, los agentes manifestaron que sus exigencias para dar un préstamo han aumentado debido a una perspectiva económica menos favorable o incierta¹⁰. El sistema financiero podría entonces preferir inversiones en títulos de deuda pública¹¹ (Gráfico 46), lo que

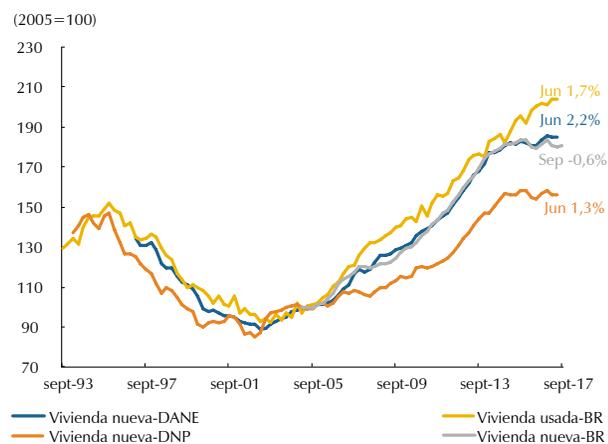
implicaría una desaceleración adicional en el mercado de crédito. Un incremento significativo del riesgo de crédito también podría demorar la transmisión de los recortes en la tasa de política a las tasas de interés de los créditos y, con ello, la recuperación de la economía podría ser más lenta y débil.

Gráfico 46
Cartera, inversiones y TES



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 47
Precios de la vivienda en Colombia (relativos al IPC)^{a/}



a/ Información al segundo trimestre de 2017 para la Vivienda nueva-DANE, Vivienda nueva-DNP y la Vivienda usada-BR. Para Vivienda nueva-BR, el último dato corresponde al tercer trimestre de 2017.
Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

C. PRECIOS DE LA VIVIENDA

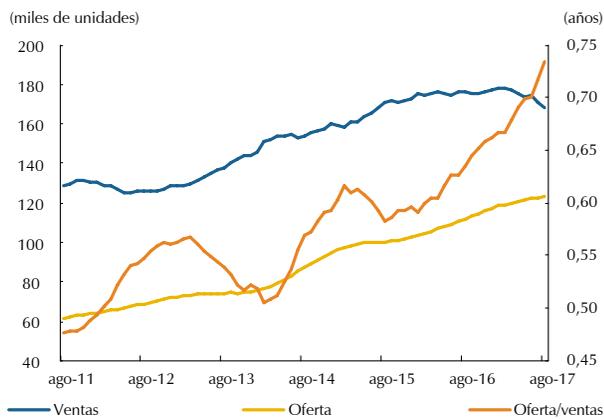
Los datos más recientes del mercado de la vivienda siguen mostrando señales de moderación tanto en el comportamiento de los precios como en el de las cantidades, hecho que refleja el ajuste que está registrando la economía colombiana. En efecto, durante el segundo trimestre de 2017 el promedio de los índices de precios de la vivienda nueva relativos al IPC registró un incremento anual del 1,2%. Esta cifra está compuesta por las variaciones anuales de los índices calculados por el DANE (2,2%), el DNP (1,3%) y el Banco de la República (0,1%). Adicionalmente, con datos a septiembre de 2017 el índice calculado por el Banco de la República ya muestra variaciones negativas relativas al IPC (-0,6%) para la vivienda nueva.

Los índices de precios de vivienda usada también continuaron moderando su ritmo de crecimiento. En efecto, a junio de 2017 el índice de precios de la vivienda usada (IPVU) registró una variación de 1,7%, (Gráfico 47). Esta dinámica tiene ciertas similitudes con lo observado en Chile y Perú, luego del choque a los términos de intercambio que también afectó a estos países.

10 Como se ha observado en el *Reporte sobre la situación del crédito en Colombia* que publica el Banco de la República de manera trimestral. Para mayor información véase <http://www.banrep.gov.co/es/encuestas/reportesituacioncredito-colombia-septiembre-2017>

11 La participación de los TES en el activo de los establecimientos de crédito se encuentra en niveles bajos.

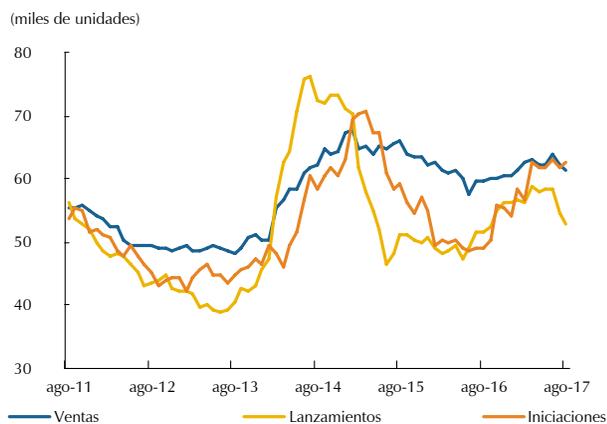
Gráfico 48
Vivienda nueva: ventas (acumulado doce meses) y oferta
(promedio doce meses)^{a/}



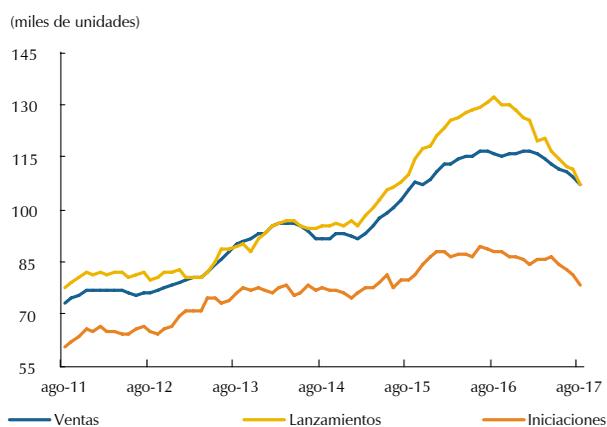
a/ Incluye información de trece regionales.
 Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República

Gráfico 49
Vivienda nueva: ventas, lanzamientos e iniciaciones
(acumulado doce meses)^{a/}

A. Precio menor o igual a 135 SMMLV: VIS



B. Precio mayor a 135 SMMLV: no VIS



a/ Incluye información de trece regionales.
 Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, las cifras de cantidades de la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol)¹² muestran que para el acumulado a doce meses hasta agosto de 2017 la oferta¹³ de vivienda continúa creciendo, pero a un ritmo menor que en períodos anteriores. Este comportamiento podría estar reflejando un ajuste del mercado a la menor demanda por vivienda (medida como unidades vendidas). De hecho, en el acumulado a doce meses con corte a agosto de 2017, las unidades vendidas tuvieron una caída anual del 4,4%, mientras que la oferta promedio de los últimos doce meses habría crecido al 10,4% anual (Gráfico 48). Lo anterior estaría indicando que podría haber acumulación de unidades en algunos segmentos, particularmente en el segmento diferente al de interés social (no VIS), que podrían explicar en parte la moderación de los precios. En el caso particular del segmento no VIS, en el acumulado a doce meses con cifras a agosto de 2017 las unidades en etapa de lanzamiento se redujeron 19,0%, mientras que las ventas se contrajeron al 8% anual (Gráfico 49). Al respecto es importante anotar que en septiembre pasado el Gobierno Nacional amplió en 40.000 los cupos para subsidios a la tasa para la compra de vivienda no VIS cuyo valor no exceda los 435 SMMLV¹⁴.

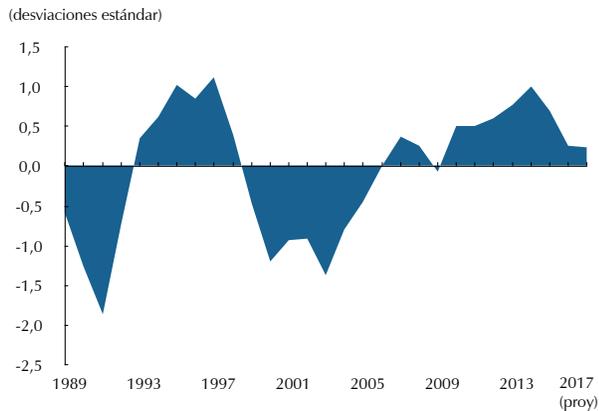
Dada la alta importancia de este sector para el empleo, el cual participa con cerca del 6% del total de los ocupados en el país, y para el crecimiento del PIB, el ajuste observado en el mercado de vivienda hace parte de las preocupaciones para el repunte esperado de la economía. No obstante, la reducción de las tasas de interés como resultado de las recientes medidas de política monetaria, la caída de la inflación que mejora la capacidad adquisitiva de los hogares y los programas de subsidios dados por el Gobierno, deberían favorecer el desempeño de este sector.

12 Corresponde a la información para trece regionales: Antioquia, Atlántico, Bogotá y Cundinamarca, Bolívar, Boyacá, Caldas, Huila, Nariño, Norte de Santander, Risaralda, Santander, Tolima y Valle.

13 La oferta corresponde a las unidades disponibles para la venta en poder del constructor. Dichas unidades pueden estar en preventa, en construcción o terminadas.

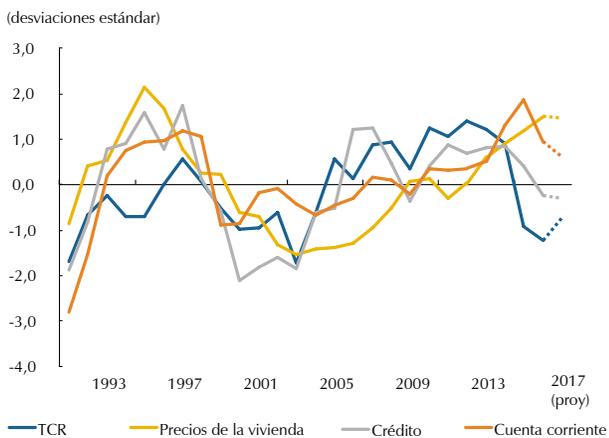
14 Corresponde a 2,5 pp sobre la tasa de interés, aplicable a viviendas nuevas cuyo precio se encuentre entre los 135 y 435 SMMLV.

Gráfico 50
Índice de desbalance macroeconómico



(proy) proyectado.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 51
Brechas de la cuenta corriente, la tasa de cambio real, los precios de la vivienda y del crédito^{a/}



(proy) proyectado.
a/ Las brechas se calculan como la diferencia entre el valor observado y la estimación del valor de largo plazo.
Para la TCR se presenta su negativo, de forma tal que en todos los casos brechas positivas indiquen desbalances.
Fuente: Banco de la República.

D. ÍNDICE DE DESBALANCE MACROECONÓMICO

La información disponible junto con las proyecciones del equipo técnico para 2017 sugieren que el déficit en la cuenta corriente continuaría cerrándose, el endeudamiento se seguiría desacelerando y el mercado de vivienda volvería a registrar señales de moderación. Todo lo anterior sería coherente con el proceso de ajuste macroeconómico que la economía colombiana ha venido registrando en los últimos dos años.

Para 2017 se revisó a la baja la suma de los desbalances (Gráfico 50) reflejados en el IDM, aunque el indicador registra niveles similares a los observados en 2016. La brecha de la cuenta corriente¹⁵ continuaría cerrándose, aunque a un ritmo menor que el de un año atrás, cuando la fuerte reducción de los egresos externos explicó en mayor medida el ajuste externo. Los mejores niveles de los términos de intercambio durante el año, que ha incidido en la recuperación de las ventas externas, estarían generando presiones a la apreciación de la tasa de cambio real. El crédito, por su parte, mantiene tasas de crecimiento positivas, pero su dinámica continúa desacelerándose, por lo que se espera una brecha más negativa a la de 2016. Por último, para el mercado de vivienda, los precios continúan estables y con algunas señales de moderación, por lo que podría esperarse que los desbalances en este sector dejaran de crecer (Gráfico 51).

15 Para este Informe se reemplazó la estimación de la cuenta corriente sostenible según la estimación de panel de datos de Arteaga, Luna y Ojeda-Joya (2011) por una nueva aproximación tomada de Cote y Torres (2017), “Un nuevo cálculo de la tasa de cambio real de equilibrio para Colombia: enfoque de balance macroeconómico” (*mimeo*), Banco de la República, la cual se incluyó dentro del conjunto de metodologías consideradas para el cálculo de la brecha de la cuenta corriente.

Recuadro 3

ALGUNAS MEDIDAS DE LA CUENTA CORRIENTE SOSTENIBLE PARA COLOMBIA

Juan Pablo Cote Barón
Nicolás Martínez Cortés
María Alejandra Prieto Sánchez
Jhon Edwar Torres Gorrón*

La literatura económica muestra que grandes desbalances de la cuenta corriente (CC) han sido fuente importante de desajustes macroeconómicos. Por ejemplo, Reinhart y Reinhart (2009) señalan que dichos desbalances han estado asociados con una mayor probabilidad de crisis económicas. De hecho, algunos autores los consideran como uno de los factores que contribuyeron a la más reciente crisis global (Gervais *et al.*, 2016). Por ello, es importante calcular algún nivel normativo o sostenible de la cuenta corriente, y contrastar la posición de la CC observada contra este nivel. En este recuadro se presentan cuatro medidas de la CC sostenible para el caso colombiano, comunes en la literatura: nivel de largo plazo, sostenibilidad externa, cointegración entre egresos e ingresos, y panel cointegrado. Al final se presenta un cuadro que resume los resultados de dichas medidas (Cuadro R3.1).

Medida 1: nivel de largo plazo

Bajo el primer enfoque, el nivel sostenible de la cuenta corriente es su nivel de largo plazo, entendido como el promedio histórico de la serie observada. En el panel A del Gráfico R3.1 se muestra el resultado utilizando la serie anual de la cuenta corriente como porcentaje del PIB para el periodo 1980-2017¹. La CC sostenible siguiendo esta medida es -2,2% del PIB.

Medida 2: sostenibilidad externa

En la segunda medida, la cuenta corriente sostenible se calcula en función de un nivel de AEN de largo plazo, ambos como proporción del PIB. Partiendo de que:

$$\frac{CC_t}{PIB_t} = \frac{AEN_t}{PIB_t} - \frac{AEN_{t-1}}{PIB_t}$$

* Los autores son, en su orden, profesionales y profesional especializado del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones, posibles errores y omisiones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 El valor de la CC/PIB para 2017 corresponde a la proyección del equipo técnico presentada en este Informe.

y suponiendo paridad de poder adquisitivo y largo plazo se llega a la ecuación:

$$\left[\frac{CC}{PIB} \right]^* = [(1+g^*)(1+\pi^*)-1] \left[\frac{AEN}{PIB} \right]^*$$

donde g^* y π^* son, respectivamente, el crecimiento anual del producto potencial colombiano y la inflación externa² de largo plazo, esta última calculada como el promedio de los cuatro trimestres del año una vez filtrada la serie vía Hodrick y Prescott (HP). El nivel de largo plazo de $\frac{AEN}{PIB}$ se aproxima obteniendo la serie anual como el promedio de los cuatro trimestres y luego filtrándola con HP.

Para 2017, dicho nivel de AEN es -43% del PIB y la CC sostenible obtenida bajo este enfoque es -1,9% del PIB. En el panel B del Gráfico R3.1 se observa la evolución de esta medida.

Medida 3: cointegración entre ingresos y egresos

Esta medida es una aplicación del ejercicio realizado por Baharumshah *et al.* (2003) y descrito con detalle en Arteaga *et al.* (2012). Allí, la sostenibilidad de la CC, en términos estadísticos, depende de que exista una relación de cointegración entre los ingresos y los egresos de la misma. Con esto, en el largo plazo la CC es sostenible si el componente de egresos varía en la misma proporción que lo hace el componente de ingresos. Esta relación se basa en el cumplimiento de una restricción presupuestal intertemporal de la economía, donde la sostenibilidad de la CC requiere que la deuda internacional neta actual sea igual a la suma del flujo futuro de ingresos netos.

Siguiendo esta medida, la cuenta corriente sostenible estimada para el año 2017 es de -2,2% del PIB, y su evolución a través del tiempo se presenta en el panel C del Gráfico R3.1.

Medida 4: panel cointegrado

Esta metodología corresponde a la presentada en Cote y Torres (2017). En ella, la obtención de la CC normativa o sostenible está basada en la estimación de una relación de equilibrio entre la CC y un conjunto de variables determinantes generalmente, incluidas en trabajos previos (véase, por ejemplo, Gosé y Serrano, 2014), usando la metodología *fully modified ordinary least squares* (FMOLS) en su versión panel.

2 Obtenida mediante un índice que pondera la inflación al consumidor de los socios comerciales, usando el peso respectivo de cada país en el total de las exportaciones de bienes no tradicionales.

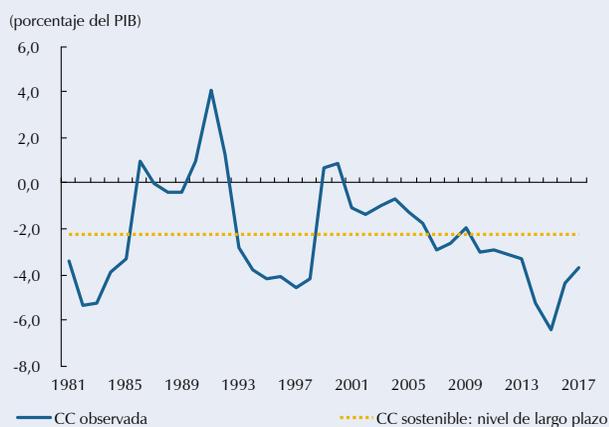
Cuadro R3.1
Resumen de algunas medidas de la sostenibilidad de la cuenta corriente
(porcentaje del PIB)

| Medida | Promedio histórico | Resultado para 2016 | Resultado para 2017 |
|--|--------------------|---------------------|---------------------|
| Nivel de largo plazo | (2,20) | (2,20) | (2,20) |
| Sostenibilidad externa | (1,70) | (1,30) | (1,90) |
| Cointegración entre ingresos y egresos | (2,00) | (2,10) | (2,10) |
| Panel cointegrado | (2,00) | (2,10) | (2,20) |
| Cuenta corriente observada | (2,20) | (4,40) | (3,7) ^{a/} |

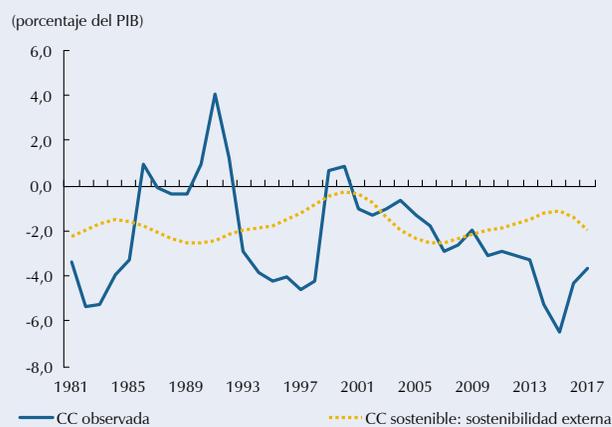
a/ Este valor corresponde a la proyección del equipo técnico.
Fuente: cálculos de los autores.

Gráfico R3.1
Cuenta corriente observada y algunas medidas de su sostenibilidad

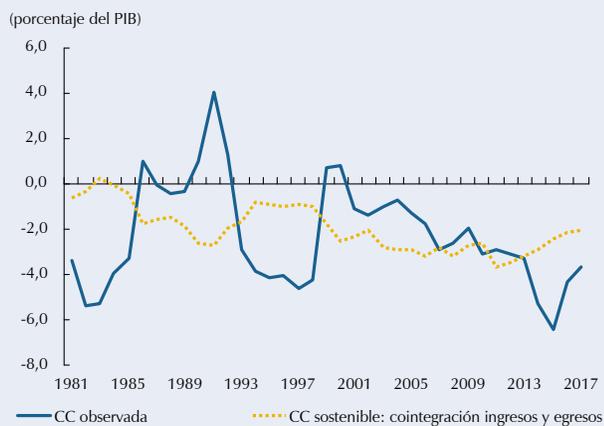
A. Nivel de largo plazo



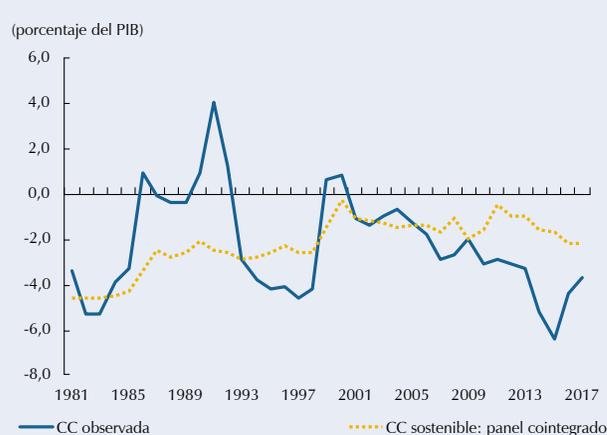
B. Sostenibilidad externa



C. Cointegración entre ingresos y egresos



D. Panel cointegrado



Fuente: cálculos de los autores.

La muestra utilizada contiene datos anuales para 21 países de América Latina y el Caribe para el período 1980-2017. Las variables que se incluyen en la estimación son los activos externos netos como porcentaje del PIB rezagados un año, el balance petrolero como porcentaje del PIB, la deuda pública como porcentaje del PIB, el crédito al sector privado como porcentaje del PIB, el diferencial de tasas de interés con respecto a los Estados Unidos, la razón de dependencia poblacional y el PIB per cápita relativo al de los Estados Unidos³.

La CC normativa estimada con esta metodología se presenta en el panel D del Gráfico R3.1. Esta señala un nivel de CC sostenible de alrededor de -2,1% del PIB para 2017, año en el cual finaliza el ejercicio.

Referencias

- Arteaga, C.; Huertas, C.; Olarte, S. (2012). «Índice de desbalance macroeconómico», Borradores de Economía, núm. 744, Banco de la República de Colombia.
- Baharumshah, A. Z.; Lau, E.; Fountas, S. (2003). "On the Sustainability of Current Account Deficits: Evidence from Four Asean Countries", *Journal of Asian Economics*, vol. 14(3), pp. 465-487, junio, Elsevier.
- Cote, J.; Torres, J. (2017). "Un nuevo cálculo de la tasa de cambio real de equilibrio para Colombia: enfoque de balance macroeconómico". Borradores de Economía, núm. 1030, Banco de la República de Colombia.
- Gervais, O.; Schembri, L.; Suchanek, L. (2016), "Current Account Dynamics, Real Exchange Rate Adjustment, and the Exchange Rate Regime in Emerging-Market Economies", *Journal of Development Economics*, vol. 119, pp. 86-99.
- Gossé, J.; Serranito, F. (2014), "Long-Run Determinants of Current Account in OECD Countries: Lessons for Intra-European Imbalances", *Economic Modelling*, vol. 38, pp. 451-462.
- Reinhart, C.; Reinhart, V. (2009). "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present"; WP NBER, núm. 14321.

3 Para mayor detalle sobre las definiciones de las variables, véase el Recuadro 3 del *Informe sobre Inflación* de junio de 2017.

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 2017 y 2018. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 23 de octubre de 2017.

1. Proyecciones para 2017

En promedio los analistas locales esperan un crecimiento económico de 1,7% frente al 1,8% estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior. De la misma manera, las entidades extranjeras consultadas proyectan una expansión promedio del PIB de 1,7%.

Cuadro A1
Proyecciones para 2017

| | Crecimiento del PIB real (porcentaje) | Inflación IPC | 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 ^{a/} | 1,5 | 4,1 | 3.200 | 3,8 | 3,8 | 9,5 |
| ANIF | 1,8 | 4,2 | n. d. | 5,3 | 3,0 | 10,1 |
| Banco de Bogotá ^{a/} | 1,8 | 4,0 | 2.950 | 5,3 | 3,6 | 9,8 |
| Bancolombia ^{a/} | 1,6 | 4,0 | 2.950 | 5,6 | 3,6 | 10,7 |
| BBVA Colombia ^{a/} | 1,5 | 4,0 | 3.030 | 5,5 | 3,6 | 10,6 |
| BTG Pactual | 1,8 | 3,9 | 3.060 | n. d. | 3,6 | 9,4 |
| Corficolombiana | 1,9 | 3,9 | 3.050 | 5,3 | 3,7 | 9,5 |
| Corredores Davivienda ^{a/ c/} | 1,6 | 3,9 | 3.015 | 5,3 | 3,7 | 10,3 |
| Credicorp Capital ^{d/} | 1,9 | 4,0 | 2.900 | 5,3 | 3,0 | 10,4 |
| Davivienda ^{a/} | 1,6 | 3,9 | 3.015 | 5,3 | 3,7 | 10,3 |
| Fedesarrollo ^{a/} | 1,7 | 4,2 | n. d. | n. d. | 3,6 | n. d. |
| Itaú ^{a/ b/} | 1,6 | 4,2 | 3.050 | 5,2 | 3,7 | 11,0 |
| Ultraserfinco ^{a/ e/} | 1,7 | 4,1 | 2.900 | 5,3 | 3,6 | 10,6 |
| Promedio | 1,7 | 4,0 | 3.011 | 5,2 | 3,6 | 10,2 |
| Analistas externos | | | | | | |
| Citibank-Colombia ^{a/} | 1,6 | 4,0 | 3.000 | 5,2 | 3,8 | 10,4 |
| Deutsche Bank | 1,6 | 4,0 | 3.046 | n. d. | 3,7 | 10,0 |
| Goldman Sachs | 1,6 | 4,2 | 2.758 | n. d. | 3,6 | n. d. |
| JP Morgan | 1,8 | 4,0 | 3.100 | n. d. | 3,6 | n. d. |
| Promedio | 1,7 | 4,1 | 2.976 | 5,2 | 3,7 | 10,2 |

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

c/ Antiguo Corredores Asociados.

d/ Antiguo Correval.

e/ Antiguo Ultrabursátiles.

n. d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2018

| | Crecimiento del PIB real (porcentaje) | Inflación IPC | Tasa de cambio nominal fin de |
|--|---|------------------|--|
| Analistas locales | | | |
| Alianza Valores | 2,0 | 3,5 | 3.300 |
| ANIF | 2,3 | 3,3 | n. d. |
| Banco de Bogotá | 2,5 | 3,4 | 3.000 |
| Bancolombia | 2,5 | 3,5 | 2.950 |
| BBVA Colombia | 2,0 | 3,1 | 2.970 |
| BTG Pactual | 2,5 | 3,3 | 3.120 |
| Corficolombiana | 2,6 | 3,5 | 2.900 |
| Corredores Davivienda ^{a/} | 2,2 | 4,2 | 3.085 |
| Credicorp Capital ^{b/} | 2,5 | 2,9 | 2.900 |
| Davivienda | 2,2 | 4,2 | 3.085 |
| Fedesarrollo | 2,4 | 3,5 | n. d. |
| Itaú ^{c/} | 2,5 | 3,8 | 3.120 |
| Ultraserfinco ^{d/} | 2,5 | 3,3 | 2.900 |
| Promedio | 2,4 | 3,5 | 3.030 |
| Analistas externos | | | |
| Citibank-Colombia | 2,5 | 3,3 | 3.100 |
| Deutsche Bank | 2,5 | 3,2 | 3.021 |
| Goldman Sachs | 2,7 | 3,5 | 2.910 |
| JP Morgan | 3,0 | 3,9 | n. d. |
| Promedio | 2,7 | 3,5 | 3.010 |

a/ Antigua Corredores Asociados.

b/ Antigua Correval.

c/ Antigua Corpbanca, hasta junio de 2017.

d/ Antigua Ultrabursátiles.

n. d.: no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a los precios, los analistas locales estiman una inflación del 4,0%, la cual corresponde con el límite superior del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2017 (entre 2,0% y 4,0%). Los analistas extranjeros prevén una cifra al finalizar el año del 4,1%, la cual se encuentra levemente por fuera del rango meta.

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio COP3.011 frente a los COP3.036 estimados en la encuesta contemplada en el informe anterior. Por su parte, los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a los COP2.976 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan un valor promedio de 5,2%; adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,2%.

2. Proyecciones para 2018

Para 2018 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico de 2,4% y los extranjeros uno de 2,7%. Con respecto a la inflación, tanto los analistas locales como los extranjeros la proyectan en 3,5%. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP3.030 y las extranjeras de COP3.010.